Санкт-Петербургский государственный университет

«Высшая школа менеджмента»

**Акционерный краудфандинг: мотивы, взаимосвязь результативности с характеристиками эмитентов**

Дипломная работа

студента 4 курса бакалаврской программы,

профиль – Финансовый менеджмент,

Брусенцева Михаила Дмитриевича



Научный руководитель

доктор физико-математических наук

Бухвалов Александр Васильевич



Санкт-Петербург

2023

**Заявление о самостоятельном выполнении курсовой работы**

Я, Брусенцев Михаил Дмитриевич, студент 4 курса факультета «Высшая Школа Менеджмента» (профиль – Финансовый менеджмент), подтверждаю, что в индивидуальной дипломной работе на тему «Акционерный краудфандинг: мотивы, взаимосвязь результативности и характеристик эмитентов», представленной для публичной защиты в мае 2023 г., не содержится элементов плагиата.

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

Я ознакомлен с действующим в Высшей школе менеджмента СПбГУ регламентом учебного процесса, согласно которому обнаружение плагиата (прямых заимствований из других источников без соответствующих ссылок) является основанием для выставления за годовую курсовую работу оценки «неудовлетворительно».



\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

24.05.2021 (Дата)

**ОГЛАВЛЕНИЕ**

[Введение 4](#_Toc135862840)

[Глава 1. Теоретические основы взаимосвязи характеристик эмитентов, инвесторов и результативности акционерного краудфандинга 6](#_Toc135862841)

[1.1. Акционерный краудфандинг как способ привлечения инвестиций 6](#_Toc135862842)

[1.2. Мотивы компаний привлечь инвестиции с помощью краудфандинга 12](#_Toc135862843)

[1.3. Описание инвесторов 17](#_Toc135862844)

[1.4. Оценка успешности проведения акционерного краудфандинга 21](#_Toc135862845)

[1.5. Факторы, влияющие на результативность проведения краудфандинга 22](#_Toc135862846)

[1.6. Выводы 25](#_Toc135862847)

[Глава 2. Результаты эмпирического исследования взаимосвязи результативности проведения краудфандинга и характеристик компаний и инвесторов 26](#_Toc135862848)

[2.1. Выборка 26](#_Toc135862849)

[2.2. Методология исследования 27](#_Toc135862850)

[2.3. Описание объясняющих переменных и формулировка гипотез 29](#_Toc135862851)

[2.4. Описательная статистика 32](#_Toc135862852)

[2.5. Регрессионный анализ 35](#_Toc135862853)

[2.6. Выводы 43](#_Toc135862854)

[Заключение 45](#_Toc135862855)

[Список использованной литературы 47](#_Toc135862856)

[Приложение 1. Результаты F-теста. 51](#_Toc135862857)

[Приложение 2. Результаты теста Бройша-Пагана. 52](#_Toc135862858)

# Введение

В данной статье представлен анализ факторов, которые могут повлиять на успешность проведения раундов акционерного краудфандинга. Компании, занимающиеся данной процедурой, заинтересованы в привлечении максимального количества инвестиций для финансирования собственных проектов. Следовательно, для достижения успеха, им приходится тщательно разрабатывать стратегию, которая бы удовлетворяла как интересы текущих участников проекта - акционеров, менеджеров, работников, регулятора, так и потенциальных инвесторов. В рамках этой стратегии, ключевые характеристики акций, которые будут выставлены на продажу, должны быть определены. Помимо этого, правильное позиционирование характеристик деятельности, истории и текущих проектов также является важным фактором.

При проведении краудфандинга на специализированной платформе, компании оцениваются по множеству показателей, включая их стоимость, долю акционерного капитала, выраженную в количестве продаваемых акций, дату основания и другие факторы. Кроме того, Регистрационная Палата предоставляет другие показатели, такие как название отрасли, в которой работает компания, наличие менеджеров, обладающих значительным контролем, и другие характеристики, которые могут быть использованы для описания организации. Все эти факторы могут оказать влияние на решение потенциального инвестора о том, будут ли они инвестировать свои средства в компанию или нет.

**Целью** данной работы является выявление взаимосвязи между результативностью осуществления краудфандинговой кампании и характеристиками организаций, которые привлекают инвестиции в акционерный капитал.

Для достижения поставленной цели были поставлены следующие **задачи исследования**:

1. Изучить особенности акционерного краудфандинга как метода привлечения инвестиций
2. Проанализировать существующие подходы к оценке результативности проведения акционерного краудфандинга;
3. Выявить параметры компаний и краудфандинговой кампании, в дальнейшем используемые в практическом исследовании;
4. Выдвинуть гипотезы исследования
5. Провести сбор данных для регрессионного анализа;
6. Осуществить эмпирический анализ для проверки выдвинутых гипотез;
7. Подготовить выводы и рекомендации исследовательской работы.

**Объект исследования** – компании, представленные на платформе «CrowdCube» для сбора средств в акционерный капитал в период с 2019 по 2021 год. В работе был использован эконометрический анализ модели регрессии в качестве **метода исследования**.

**Структура исследования** сформирована введением, теоретической и практической главами, разделенными на параграфы, заключением и приложениями. Первая глава посвящена изучению теоретических подходов, релевантных проводимому исследованию. В ней проанализирован акционерный краудфандинг, характеристики компаний, осуществляющих данную процедуру, а также подходы к определению результативности проведения этого вида инвестиций и факторы, влияющие на нее. Кроме того, были выявлены мотивы инвесторов и их отличительные черты в сравнении с традиционным фондовым рынком. Вторая глава описывает практическую часть исследования, в которой описываются факторы, использованные в анализе привлекательности компаний, выдвинуты и проверены с помощью регрессионной модели гипотезы, а также сформированы полученные результаты.

**Практическая ценность** работы обусловлена возрастающей популярностью акционерного краудфандинга как альтернативы банковскому кредиту и IPO. Компании, осуществляющие данную процедуру, демонстрируют разные показатели результативности. Выявление факторов, положительно влияющие на итоговую результативность, могут быть использованы как краудфандинговыми платформами для предварительного анализа успешности прохождения процедуры для привлечения новых организаций, так и компаниями для расчета финансовой составляющей проекта, для которого привлекаются инвестиции, в частности, запрашиваемой суммы, и инвесторами для формирования более объективной оценки инвестиционной привлекательности компаний.

# Глава 1. Теоретические основы взаимосвязи характеристик эмитентов, инвесторов и результативности акционерного краудфандинга

## Акционерный краудфандинг как способ привлечения инвестиций

**1.1.1 Определение акционерного краудфандинга**

Краудфандинг как способ привлечения инвестиций впервые был представлен в 1700-х годах Ирландским кредитным фондом. Тогда был образован фонд по сбору средств с более состоятельных граждан для предоставления кредитов и займов более бедным слоям населения. Однако вплоть до мирового финансового кризиса 2008 года данный способ сбора средств не имел популярности. Наиболее развитым рынком краудинвестинга является рынок Великобритании и США. В исследовании анализируются данные компаний, зарегистрированных в Великобритании и вышедших на онлайн-платформу «CrowdCube». Стоит отметить гибкость и своевременность законодательных инициатив в Великобритании. Так, перед распространением краудфандинга, законодательно его деятельность регулировалась на основе законодательного акта о Финансовых услугах и рынках (Financial Services and Markets act 2000, 2019).

Одним из основных видов краудфандинга является акционерный краудфандинг, который характеризуется выходом компании на специализированную онлайн-платформу с целью привлечения денежных средств инвесторов в акционерный капитал. Взамен совершенных вложений инвесторы получают акции компании, с правом продажи, получения дивидендных выплат, принятия участия в голосовании и рядом других преимуществ. Этот факт делает краудфандинг альтернативным способом привлечения инвестиций в сравнении с традиционными источниками финансирования, такими как банковские кредиты и IPO.

Концепция акционерного краудфандинга является продолжением развития идеи о возможном привлечении инвестиций от людей с избыточной финансовой позицией к людям, которые нуждаются в финансировании. Другими словами, концепция акционерного краудфандинга коренится в более широкой концепции краудсорсинга, которая подразумевает использование массы людей для генерации идей, получения обратной связи и развития корпоративных мероприятий [Bayus, 2013; Howe, 2008; Kleemann et al., 2008]. Цель краудфандинга – аккумуляция денежных средств посредством использования социальных сетей и различных платформ. Краудфандинг, в целом, помогает привлекать небольшую сумму от каждого человека из большой группы людей («толпы»). Такая инвестиция может принимать форму займа, пожертвования или покупки доли в компании [Agrawal et al., 2011; Ahlers et al., 2012]. Акционерный краудфандинг представляет собой отношение между «предпринимателем» и «физическим лицом», где первый просит второго предоставить денежные средства в обмен на долю прибыли или на ценные бумаги, которые будут выпущены или уже выпущены данной организацией. Акционерный краудфандинг – модель, в которой инвесторы получают взамен на вложенные средства процент в форме акционерного капитала или процент в аналогичных механизмах в создаваемых на их средства организациях, например, процент от генерируемой прибыли [Bradford, 2012]. Основное отличие акционерного краудфандинга от традиционного привлечения капитала заключается в самом подходе к финансированию: в первом случае акционеры уделяют больше внимания к информации, предоставляемой предпринимателями. Ahlers дает следующее определение: «Акционерный краудфандинг – это один из методов финансирования, где предприниматель продает акционерные или подобные акции в компании группе инвесторов через форму открытого призыва к финансированию на открытых интернет-платформах. Таким образом, автор сформулировал следующее определение: Акционерный краудфандинг – это открытый призыв по большей мере через Интернет к предоставлению финансовых ресурсов за вознаграждение в будущем в виде получения в той или иной форме акционерного капитала.

**1.1.2 Основные типы акционерного краудфандинга**

Акционерный краудфандинг сам по себе является одним из типов краудфандинга на ряду с краудфандингом на основе безвозмездной передачи ресурсов (пожертвования), вознаграждения и кредитования. Перед тем как описать типы акционерного краудфандинга автор считает важным ознакомиться с основными типами краудфандинга в целом.

*Краудфандинг за счет пожертвований*

Краудфандинг пожертвований является одной из четырех основных категорий краудфандинга, выявленных в литературе [Kirby, Worner, 2014]. Суть данного типа заключается в том, что спонсоры вносят денежные средства в те проекты, которые им симпатичны, в те, которые они хотят поддержать и при этом не преследуют экономическую выгоду. Говоря иначе, такие спонсоры не ждут от компании денежной компенсации за их вклад. Данная форма финансирования носит филантропический характер и поэтому не является сложной в том числе и с юридической точки зрения. Краудфандинг за счет безвозмездных вложений является жизнеспособным в том случае, когда доноры (лица, предающие компании средства) в будущем рассчитывают стать потребителями продукции/ услуг компании или, когда доноры заинтересованы в существовании организации, потому что поддерживают ее деятельность. В свою очередь исследования [Glaser, Shleifer, 2001] указывают на то, что единственными организациями, способными получать финансирование на безвозмездной основе являются некоммерческие организации. Например, такие Международный Комитет Красного Креста (ICRC).

Vijayakumar и Ramakrishnan в своем исследовании от 2020 года выделяют мотивы, которые побуждают людей на безвозмездную передачу средств:

* Отношение себя к объекту проекта и его целями
* Удовлетворенность вкладом в важную социальную миссию
* Удовлетворение от принадлежности к части сообщества с аналогичными идеями и приоритетами
* Становление в один ряд с первопроходцами в инновационной технологии или бизнесе
* Возможность расширить свою личный круг общения с единомышленниками

*Краудфандинг на основе нефинансового вознаграждения*

Данный подход к привлечению денежных средств предлагает спонсорам нефинансовую выгоду в ответ на их инвестиции. Согласно исследованию [Tomczak, Brem, 2013], краудфандинг на основе призов – это двусторонний рынок. Спонсоры, которые готовы участвовать в финансировании компании для получения компенсации, находятся на стороне предложения. Сторона же спроса состоит из группы создателей компании, которые привлекают инвестиции за счет предложения вознаграждения. В качестве вознаграждения донорам могут предлагаться: возможность предзаказа, дополнительные услуги и признание [Colombo et al., 2015]. Признание и дополнительные услуги – примеры нематериального вознаграждения. Признание как инструмент вознаграждения достается в большинстве случаев тем инвесторам, сумма инвестиций которых является незначительной. Таких инвесторов в литературе принято называть «entry-level backers», в качестве примера вознаграждения для таких инвесторов можно привести благодарственное письмо или указание имя и фамилии на официальном сайте компании. Под специальными услугами автор подразумевает возможность получения бесплатных коммерческих услуг от компании, доступ к обучению на определенный промежуток времени и другое. Говоря о предзаказе, то в рамках этого процесса донорам предлагается возможность воспользоваться продуктом компании до того, как он станет публично доступным.

*Краудфандинг на основе кредитования*

В модели краудфандинга на основе кредитования доноры получают от компании обязательство, по которому они смогут получать постоянный доход до момента полного погашения компанией суммы долга. Долговой краудфандинг объединяет людей, которые хотят внести свой вклад в работу бизнеса посредством одалживания оной небольшой суммы денег. Доноры предоставляют бизнесу определённую сумму денег через онлайн-платформу, например такую как Upstart или Fundable[[1]](#footnote-1). Со временем данная сумма погашается, а сами доноры получают не только сумму первоначальных инвестиций, но и процент.

*Акционерный краудфандинг*

Как было сказано раннее, акционерный краудфандинг – это обмен инвестиций на предоставление финансовых ресурсов. Так, спонсоры получают компенсацию в форме акционерного капитала (получают акции компании), дивидендных выплат, предоставления возможности в принятии участия в голосовании [Wilson, Testoni, 2014]. Основной принцип работы акционерного краудфандинга заключается в том, что предприниматель принимает решение о том, сколько денег он желает получить, при этом он также в обмен на инвестиции отдает акционерный капитал. Не всегда компании выделяют своим инвесторам справедливою долю в компании за их инвестиции. Например, если компания изъявила желание привлечь 70 000 долларов США в обмен на 30% собственного капитала, то за предоставленные 700 долларов США каждым донором, он получит 0,3% (1 процент от 30 процентов) собственного капитала компании.

В зависимости от вознаграждения для инвесторов акционерный краудфандинг можно разделить на несколько групп:

* Краудфандинг при котором спонсоры становятся акционерами
* Краудфандинг при котором инвесторам предоставляется возможность приобретать акции
* Краудфандинг при котором инвесторам выплачиваются дивиденды
* Краудфандинг при котором инвесторы получают возможность принимать решения, влияющие на операционную деятельность фирмы

При правильном стечении обстоятельств краудфандинг, основанный на акционерном капитале, оказывает помощь двум группам людей в получении денег и множества необходимых ресурсов: предпринимателям, которые пытаются притворить свои идеи в жизнь, и собственникам малого бизнеса, пытающимся расти или держать свой бизнес на плаву. Обе группы сталкиваются с огромными проблемами в финансовых условиях. Из-за отсутствия кредита, операционной истории молодым компаниям часто трудно получить финансирование по традиционным каналам [Fink, 2012].

**1.1.3 Развитие акционерного краудфандинга в мире и в Великобритании**

Акционерный краудфандинг является относительно новым явлением, которое получило широкое распространение лишь в последние годы. В период с 2009 по 2013 год совокупный годовой прирост объемов финансирования составил порядка 76% (общий объем финансирования в 2013 году составил 5,1 миллиардов долларов). Рост краудфандинга и его быстрое проникновение на рынок стали одним из результатов глобального финансового кризиса. Во время кризисов, подобных тому, который начался в 2007 - 2008 годах, становится все труднее найти финансовые ресурсы [Müllerleile et al., 2014]. Краудфандинг стал одним из инстурментов, позволяющих предприятиям преодолеть препятствия глобального экономического кризиса. С точки зрения географии, крупнейшими рынками являются Северная Америка, представленная в основном США, и Европа, представленная Великобританией[[2]](#footnote-2). Согласно тому же отчету, акционерное краудфандинг является самой маленькой категорией отрасли в целом и имел CAGR около 50 процентов с 2010 по 2012 год. Большая часть этого роста была через европейские краудфандинговые платформы, потому что правовые барьеры на тот момент времени предотвращали развитие краудфандинга в США

Тремя самыми авторитетными платформами для краудфандинга в Великобритании являются Crowdcube, Seedrs и SyndicateRoom. Первая и вторая платформы занимаются в основном акционерным краудфандингом, в большинстве сделок, проводимых платформами, вознаграждение для спонсоров – это доля в акционерном капитале. Crowdcube был первопроходцем, именно эта платформа открыла рынок акционерного краудфандинга в Великобритании в 2011 и по совместительству стала одной из первых краудфандинговых платформ в мире [Rosi et al., 2018]. Платформа Seedrs была запущена в 2012 году. В 2019 году на ней были проведены 215 сделок (включая последующие раунды), которые принесли 99,3 миллионов фунтов стерлингов [Beauhurst, 2020]. В том же 2019 году платформа Crowdcube заняла второе место в общем рейтинге с результатом в 191 сделку с общей привлеченной суммой в размере 125,3 миллионов фунтов стерлингов. Большое внимание в истории акционерного краудфандинга уделяется именно 2019 году, потому что, по мнению многих экспертов, этот год был одним из самых загруженных для этих платформ с момента их основания. С 2011 года Crowdcube и Seedrs совместно привлекли 2 миллиарда фунтов стерлингов, а уже в октябре 2020 года платформы анонсировали планы по слиянию для создания одного из крупнейших в мире рынков для прямых инвестиций [Rossi A., Vanacker T., Vismara S., 2020]. SyndicateRoom – это также основанная в Великобритании в 2013 году краудфандинговая платформа, которая позволяет инвестировать новичкам на равне с профессиональными инвесторами. Согласно [Beauhurst, 2020] за период с 2013 года по 2019 год платформе удалось привлечь 250 миллионов фунтов стерлингов через акционерный краудфандинг. SyndicateRoom в отличие от Crowdcube и Seedrs установила минимальный порог для инвестиции в размере 1 000 фунтов стерлингов (у Crowdcube и Seedrs «символический» порог входа). В 2020 году платформа перешла на модель, которая больше не предполагает инвестиционные возможности для индивидуального краудфандинга [Beauhurst, 2020].

В Америке краудфандинговые платформы приобрели популярность в 2016 году с момента в вступления в силу соответствующего законодательства[[3]](#footnote-3). В Июле 2020 года в соответствии с положением о регулировании краудфандинга в США действовали 53 компании, среди которых такие платформы, как SeedInvest, StartEngine и Wefunder. В Сентябре 2020, StartEngine привлекла 200 миллионов долларов США для 375 предприятий, SeedInvest привлекла 200 миллионов долларов США для 200 предприятий, в то время как Wefunder привлекла 171,5 миллионов долларов США для 471 предприятия.

## Мотивы компаний привлечь инвестиции с помощью краудфандинга

**1.2.1 Преимущества акционерного краудфандинга для компаний**

Согласно исследованию [Brown et al., 2018] в сравнении с банковским кредитованием и другими формами акционерного финансирования предпринимателями акционерный краудфандинг рассматривается как наиболее простой и быстрый способ по привлечению денег. Результаты того исследования показали, что продолжительность затрачиваемого времени на привлечение финансирования через акционерный краудфандинг варьировалась от 9 дней до 4 месяцев. Респонденты указывали на то, что были приятно удивлены сроками. Исследования Vismara (2016) показали, что акционерный краудфандинг обеспечивает нефинансовые выгоды с точки зрения проверки успешности концепции компании, а также помогает получить справедливую и непредвзятую оценку сервиса/ продукта от пользователей.

Скорость получения необходимого финансирования говорит о доступности финансирования, что является преимуществом акционерного краудфандинга. Он предоставляет возможность получить предпринимателям финансирование в независимости от развития уровня компании, состояния стабильности получения денежных потоков и других переменных. Данный тип краудфандинга, как отмечалось ранее помогает первоначальным собственникам сохранить большую часть акционерного капитала под своим контролем. Доступность акционерного краудфандингового инвестирования также является преимуществом. Люди, желающие инвестировать через краудфандинговые платформы не обязаны быть опытными и квалифицированными экспертами. Это достигается за счет небольшой суммы инвестирования, которая в свою очередь позволяет инвесторам опустить необходимость иметь должный уровень компетенций в инвестиционном поле. Говоря другими словами, рискуя небольшой суммой, инвестор заранее готов к исходу, по которому он потеряет эти деньги. При более широком изучении акционерного краудфандинга можно заметить, что он помогает не только акционерам и инвесторам, он стимулирует экономику. Он способствует созданию новых предприятий, что в свою очередь способствует экономическому росту.

Преимуществами акционерного краудфандинга согласно Cornell (2014) в сравнении с другими типами краудфандинга являются возможность привлечения более крупных сумм (диапазон 500 тыс. – 5 миллионов долларов США), вознаграждение в форме акций и то, что предпринимателям предоставляется возможность напрямую «общаться» с общественностью. По мнению автора, прямой диалог с аудиторией является действительно мощным инструментом, располагающим к себе/продукту/сервису. В целом можно сказать, что акционерный краудфандинг обладает большим набором преимуществ, которые позволяют малым и средним компаниям привлекать капитал, однако данный подход не лишен недостатков.

**1.2.2. Недостатки акционерного краудфандинга для компаний**

Основные недостатки, выделяемые в научной среде, приходятся на на наклодные расходы по подготовке к презентации продукта, а также несформированное до конца законодательство по данному процессу.

В качестве других слабых сторон акционерного краудфандинга можно выделить: недостижение целевых показателей по привлечению финансирования, риск передачи интеллектуальной собственности в другие руки, загруженность персонала компании в связи с ответами на ответы вопросы «толпы»[[4]](#footnote-4). Некоторые краудфандинговые платформы ведут такую политику, при которой она передает компании финансы от инвесторов только в том случае, когда достигнуты целевые показатели. Данный факт влияет как на инвесторов, так и предпринимателей. Инвесторы начинают скептически относится к такому типу инвестирования, а предприниматели занижают целевые показатели, чтобы гарантированно получить финансирование. При публикации бизнес идеи в открытых источниках существует риск возникновения аналогичных продуктов в обозримом будущем за счет кражи бизнес-модели. Поэтому при акционерном краудфандинге важен этап, на котором компания публикует свою идею для привлечения средств. Публикация информации о проекте на платформу также длительный процесс, который требует вовлеченности сотрудников организации [Shafi, 2021]. Чаще всего на платформах публикуется описание бизнес-плана компании, а также видео, в котором рассказывается о продукте в более доступной форме. Предоставление публики данных ведет к возникновению сопутствующих вопросов, ответы на которые являются прерогативой сотрудников компании. При этом компания заинтересована в коммуникации с потенциальным инвестором через разные каналы – как через предоставление максимально релевантной информации по показателям эффективности на платформе, так и через качественный сайт, форму обратной связи, а также через социальные сети компании.

**1.2.3. Сравнение акционерного краудфандинга с другими методами привлечения инвестиций**

Акционерный краудфандинг – это не единственный способ привлечь финансирование. Идея акционерного краудфандинга зиждется на привлечении большого пула спонсоров, инвестирующих небольшие суммы денег, но что если пересмотреть эту модель и привлекать крупные суммы от малого круга инвесторов? Таким инструментом является венчурное инвестирование (VC). Венчурное инвестирование предоставляет собой одну из инвестиционных альтернатив, которая позволяет инвестировать компании или стартапы на различных стадиях их существования. Однако, как правило венчурное инвестирование осуществляется на самых ранних стадиях становления компании. Венчурные инвесторы, финансируя молодые компании, получают не только акционерный капитал, но еще и возможность управлять компанией, то есть помимо самого финансирования компании ищут тех инвесторов, которые с помощью своих экспертных знаний смогут помочь компании вырасти в будущем. Если говорить про процесс получения венчурного капитала, то таковой является достаточно сложным, потому что предпринимателями должен быть продемонстрирован подробный бизнес-план, видение развития и сам продукт. В положительном исходе венчурные инвесторы в несколько раундов предоставляют капитал, а также помогают управлять компанией, при этом они взамен получают долю. Преимуществами VC являются доступность к существенному капиталу за короткий промежуток времени, мощный нетворкинг, возможность получать опыт венчурных компаний в руководстве создаваемой, репутация. Однако у венчурного капитала есть и ряд недостатков: порядка 1% компаний[[5]](#footnote-5), привлекающих венчурный капитал, получают его; венчурные инвесторы могут подтолкнуть организацию к ускоренному темпу развития/ росту для быстрого извлечения прибыли, однако такой рост может быть губительным для компании в долгосрочной перспективе; право инвесторов принимать решения внутри компании могут привести к тому, что компании придется принимать те решения, которые она не одобряет и хотела бы избежать. Если говорить о преимуществах акционерного краудфандинга, то можно выделить следующие аспекты: повышение вероятности получения необходимого финансирования за счет увеличения пула инвесторов, сохранение контроля внутри компании (если компания не производит обмен финансирования на голосующие акции), расширение базу потенциальных клиентов и получение амбассадоров. Недостатки можно выделить следующие: акционерный краудфандинг не всегда достигает целевого финансирования в отличие от венчурного инвестирования (в случае если венчурные инвесторы приняли решение инвестировать в компанию), акционеры понимают, что получение прибыли наступает не сразу, что на это потребуется время (рассматривается как негативный эффект). В отличие от венчурного капитала или других видов частного капитала, когда капитал инвесторов управляется фондами, краудфандинговые инвесторы непосредственно выбирают, какое предприятие непосредственно финансировать [Rossi, Vanacker, Vismara, 2020]. Другим отличием акционерного краудфандинга от венчурного инвестирования является отсутствие личных встреч инвесторов c предпринимателями. Спонсоры принимают решение об инвестировании при акционерном краудфандинге исключительно на основе той информации, которая представлена в интернете (чаще всего это упрощенный бизнес-план и видеоролик о компании). Краудфандинговые инвесторы не требуют детальных проверок данных компании, так как сумма их инвестиций несущественна, а компенсация от компании недостаточна велика за временные расходы для проведения индивидуальных проверок [Ahlers et al, 2015]. Несмотря на существенные различия к привлечению инвестиций оба способа показали свою результативность, выбор подхода требует детального анализа и во многом зависит от специфики компании.

По сравнению с IPO, акционерный краудфандинг характеризуется более низкими входными барьерами, так как выход на IPO сопровождается серьезными требованиями. Получение капитала через IPO подходит больше для тех компаний, которые твердо стоят на ногах. Молодым компаниям будет тяжело соблюдать все те требования, которые необходимы для привлечения капитала посредством IPO. Стоит также отметить что IPO сопровождается издержками по раскрытию финансовой информации, в то время как венчурный капитал и акционерный капитал, напротив, снижают затраты на раскрытие информации о результатах деятельности предприятия. Дополнительно хотелось бы выделить основные мыли при сравнении IPO и акционерного краудфандинга:

* При IPO акции компании становятся публичными, при открытом доступе к акциям возможны различные манипуляции
* Для IPO компания будет котироваться на одной из выбранных фондовых бирж
* Листинг на фондовой бирже – дорогостоящий процесс, который является для многих небольших компаний неподъемным. Стартапы чаще прибегают к венчурному инвестированию, акционерному краудфандингу, чем к IPO

Согласно проведенному в 2012 году опросу «Annual Survey of Entrepreneurs» основным источником финансирования при создании собственного бизнеса в США являются собственные сбережения (63,9%), второе же место принадлежит банковским кредитам с показателем в 17,9%. Похожие результаты показывают и другие исследования. Эти данные указывают на то, что малые предприятия по-прежнему выбирают различные банковские займы как основной источник финансирования, не смотря на существование других инновационных вариантов для привлечения инвестиций. Возможно акционерный краудфандинг еще отстает по распространению в сравнении с традиционным банковским финансированием, однако очевидно, что он однозначно привлекает все больше внимания со стороны общественности, поэтому автор считает, что понимание выбора между описанными выше инструментами имеет большое значение. Преимущества от финансирования банком: низкие фиксированные ставки, четкий график платежей за кредит, экспертиза банковского сотрудника, сохранение роли управленца в бизнесе (нет необходимости делить долю с другими людьми). Банковские кредиты могут быть относительно недорогими, при этом фиксированные ставки устанавливаются исключительно на короткий промежуток времени, в свою очередь плавающие ставки подвержены большему уровню волатильности. Предсказуемость платежей – это сильно преимущество, так как кредитор точно будет знать, сколько и когда ему нужно будет платить. В случае, когда молодая компания уже генерирует стабильные денежные потоки, то вариант с банковским займом становится более выгодным. Но опять же, только в том случае, когда компания понимает, что у нее есть мощности для обслуживания этого кредита. Посредством акционерного краудфандинга группы инвесторов могут обеспечивать капитал, при этом они не предоставляют экспертных знаний менеджменту компании, в то время как процесс получения кредита чаще всего сопровождается работой с банкиром, обладающим, необходимым уровнем экспертизы, благодаря которой предприниматели могут получить важные и полезные консультации. В основе акционерного краудфандинга лежит размытие собственности основателя, что может быть отталкивающим фактором, в то время как банковский кредит после погашения сохраняют долю собственника в бизнесе. Однако, получение банковского кредита обладает существенным недостатком: банки обладают высокими требованиями, которые отражаются в необходимости предоставить пакет подтверждающих документов. Работа по одобрению кредитной линии также сопровождается отсутствием прозрачности. В случае отказа причины такого решения могут быть скрыты. Поскольку получение кредитов от банка или других инвесторов может быть затруднено, до того момента как организация сможет продемонстрировать какие-либо денежные потоки, краудфандинг стал более привлекательной возможностью для финансирования нового проекта [Schwienbacher, Larralde 2010].

## Описание инвесторов

**1.3.1. Типы инвесторов на платформах акционерного краудфандинга**

Классификация инвесторов формируется относительно их предыдущего опыта в инвестировании и степени их профессиональности. Так, на онлайн-платформах среди пользователей присутствуют как бизнес-ангелы, формирующие существенные вложения в перспективные, с их точки зрения, стартапы, так и непрофессиональные «рядовые» инвесторы, которые склонны рассматривать инвестирование как способ дополнительного заработка, в связи с чем их суммы вложений значительно ниже в сравнении с первой категорией.

Группы инвесторов акционерного краудфандинга разнообразны и состоят из людей с разными уровнями профессионализма, образования [Lukkarinen et al., 2017] и опытом инвестирования [Guenther et al. 2018]. Известно, что подавляющее количество инвестиций в акционерный краудфандинг приходится на людей без соответствующего опыта инвестирования, однако текущие тенденции указывают на то, что краудфандинговые платформы стали привлекать все большее количество бизнес-ангелов, венчурных инвесторов. Они видят и находят в платформах возможность диверсификации, а также удобство при работе с такими цифровыми инструментами, как платформы [Wang et al., 2019], однако их доля по-прежнему остаётся малой и составляет порядка 1%. Несмотря на малую долю, они вкладывают большие суммы, чем «рядовые» инвесторы. В исследовании [Березинец, Ильина, Кляровская, 2021] приводится статистика, говорящая о том, что бизнес-ангелы на платформах из Великобритании в среднем инвестируют в одну компанию в 102 раза больше денежных средств, чем это делают «рядовые» инвесторы.

**1.3.2. Мотивы инвесторов вложить деньги в краудфандинговые проекты**

Сложно отрицать факт того, что мотивы людей к инвестированию посредством акционерного краудфандинга неоднородны. Это в первую очередь связано с различными типами инвесторов. Исследование Cholakova и Clarysse (2015) показали, что основным источником мотивации для инвесторов является возможность получения финансовой выгоды. Исследование Bretschneider и Leimeister (2017), напротив, показали, что инвесторы обращают больше внимание на получаемое в ходе процесса признание, возможность влиять на деятельность компании. Анализ научной литературы также показал, что инвесторов в целом мотивирует желание реализации и поддержания идеи о создании устойчивого развития во всем мире. Важно отметить, что каждый из инвесторов указывает о важности получения прибыли в результате от инвестиций, однако важность этого показателя варьируется.

**1.3.3. Риски и возможности инвестирования в акционерный краудфандинг**

Как было отмечено раннее, акционерный краудфандинг – это среда, в которой участвуют две стороны: предприниматели и сами инвесторы. Не все предприниматели в полной мере осознают риски и препятствия акционерного краудфандинга. Инвесторы в свою очередь, особенно непрофессиональные склонны к недооценивай рисков. Из-за разной подготовленности и профессионализма участников большая ответственность возлагается непосредственно на платформы, которые соединяют стороны. Существует множество других рисков, которые автор предлагает рассмотреть в структурированном виде в Таблице 1.

|  | Перед запуском | Запуск | После запуска | Существование | Выход |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Предприниматель** | | | | | |
| Ф | (1) Сравнимость платформ (2) Издержки по игнорированию информации | 6) Некачественное представление продукта |  |  | 13) Дальнейшее финансирование |
| Р |  |  | 11) Выполнение обязательств |  |
| О |  |  |  | (12) Управленческие ошибки |
| Ре |  | (7) Высокая видимость продукта обществу | |
| С | (3) Альтернативные издержки  (4) Выбор модели / Ценность инвестора (5) Непригодный продукт / сервис для акционерного краудфандинга | 8) Проблема конфиденциальности (9) Позиционирование / пул инвесторов (10) Информационная асимметрия |  |  |  |
| **Инвестор** | | | | | |
| Ф |  | (1) Низкая осведомленность о рисках / Неопределённость с выплатами / Оценка и ROI / Сравнимость |  | 4) Отслеживание результативности | 7) Ликвидность |
| О |  |  | 3) Риск доставки | (5) Управленческие проблемы |  |
| С |  | 2) Диверсификация / Информационная асимметрия / Альтернативные издержки |  | (6) Разводнение акций |  |
| **Платформа** | | | | | |
| Ф | (1) Стоимость Due Dilligence |  | (5) Промежуточные обязанности |  |  |
| Р |  | |  |  |
| О |  | |  |  |
| Ре |  |  | (6) Удача / провал с акционерным краудфандингом | |  |

Обозначения: Ф – финансовая категория, Р – регуляторная категория, О – операционная категория, Ре – репутационная категория, С – стратегическая категория рисков.

Источник: Журнал финансовых инноваций, Сан-Паулу, №.2, Август 2015, стр. 141–151

1. Таблица рисков основных участников процесса акционерного краудфандинга

Жизненный цикл по привлечению акционерного капитала начинается с «предпускового периода», данный период включает в себя работу как платформы, так и предпринимателей. На данном этапе предприниматель выбирает платформу для акционерного краудфандинга и саму модель, принимает решение о размере суммы для финансирования проекта и размер устраивающей его доли, которая будет предложена предпринимателем. Платформа в соответствии с нормативными актами отвечает за обеспечение того, чтобы предприниматель был в состоянии представлять свой продукт в интернет-среде.

Период запуска – это период, когда предпринимателя прошел верификацию от платформы и успешно выставил свой продукт. На этом этапе платформа обязана обеспечить онлайн-рекламу и доступ ко всем зарегистрированным инвесторам с правильной информацией о месте размещения акций (процентная доля и сумма финансируемого капитала, целевую сумму, число инвесторов и процентную долю собственности, которую они представляют. Период после запуска является относительно коротким и является временем, когда платформы координируют фонды и капитал между инвесторами и предпринимателем.

На этапе «Существование» компания активно ведет свою деятельность, предприниматели получили необходимое финансирование, а инвесторы – доли в компании.

На этапе выхода компания принимает решение о своем будущем, чаще всего перед компанией встает вопрос о получении доступа к финансированию первого раунда уже через «профессиональных» инвесторов в форме венчурного капитала.

Этап выхода, напротив, скорее относится к инвесторам, так как они могут принять решение о выходе из долевого участия в компании. Все эти этапы сопровождаются определенными рисками, описанные в таблице.

## Оценка успешности проведения акционерного краудфандинга

В различных работах исследователи выделяли разные переменные для выявления уровня успешности прохождения компанией раунда сбора инвестиций через акционерный краудфандинг. В исследовании Jerry Coakley, Aristogenis Lazos (2021) был использован набор зависимых переменных, отражающих успех кампании. Первая из них отражает зарегистрированную общую сумму, собранную в ходе первоначальной кампании ECF. Также был использован фиктивный параметр банкротства, принимающий значение 1, если стартап объявил дефолт или находится в процессе ликвидации, и 0 в противном случае.

В исследовании Vismara S. (2016) была также описана бинарная зависимая переменная, отражающая избыточное финансирование, направленная на то, чтобы охватить те предложения, которые финансируются с избытком. Оно принимает значение 1, если общая собранная сумма превышает целевую, в противном случае – 0.

В работе Du L., Bartholomae F. Stumpfegger E. (2021), помимо обозначенных выше, были использованы зависимые переменные, отражающие отношение величины собранных в ходе раунда финансирования инвестиций к запрашиваемой сумме. Также новым оказался параметр, отражающий число инвесторов, которых компании удалось привлечь в ходе раунда акционерного краудфандинга.

Подводя итог параграфа, стоит отметить, что различные исследователи прибегали как к бинарным, так и к числовым зависимым переменным. Стоит отметить, что наиболее значимыми в работах предыдущих исследователей оказались модели, использующие отношение собранных в ходе раунда акционерного краудфандинга инвестиций к запрашиваемой сумме в качестве зависимой переменной. Таким образом, успешность раунда краудфандинга в лучшей степени определяется показателем инвестиционной привлекательности компании.

## Факторы, влияющие на результативность проведения краудфандинга

**1.5.1. Характеристики компаний**

Разные исследователи в своих работах находили взаимосвязь инвестиционной привлекательности компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и ряда характеристик эмитентов. Так, в работе Jerry Coakley, Aristogenis Lazos (2021) были сравнены раунды финансирования для компаний с единоличными менеджерами-собственниками и группой управленцев. Результаты показывают, что единоличные менеджеры имеют меньшую вероятность проведения успешных выходов на краудфандинговую платформу, чем команды основателей, а также с большей вероятностью терпят неудачу впоследствии. Предполагается, что команды основателей добиваются большего успеха из-за того, что качество их человеческого капитала, вероятно, может привлечь профессиональных инвесторов, вкладывающих значительные суммы средств. Кроме того, контролирующая роль профессиональных инвесторов помогает свести к минимуму будущие риски и, таким образом, снижает вероятность неудачи для таких компаний.

Исследователи Du L., Bartholomae F. Stumpfegger E. (2021) обнаружили, что выставленная доля капитала для инвестирования оказывает значительное негативное влияние на успех проведения раунда финансирования; кроме того, поддержка бизнес-ангелов помогает предпринимателям показать наилучшие результаты. Более того, было выявлено, что права интеллектуальной собственности не взаимосвязаны с успехом финансирования.

В работе Rossi A., Vanacker T., Vismara S. (2020) Путем раздельного наблюдения за спросом на капитал было выявлено, что предприниматели ставят перед собой более высокие цели на рынках Великобритании. Кроме того, регрессионное моделирование показало, что нет никакой разницы в объеме капитала, привлеченного женщинами-предпринимателями и мужчинами-предпринимателями, при условии, что женщины-основатели ставят перед собой более низкие цели на рынках Великобритании. Также было обнаружено, что на всех рынках более высокий уровень удержания собственного капитала основателями компании положительно влияет на шансы на успех предложений и объем привлеченного капитала. Однако в работе Ralcheva A., RoosenBoom P. (2016) исследователи пришли к обратному выводу. По результатам регрессионного моделирования, было определено, что сохранение собственного капитала не влияет на успех финансирования.

**1.5.2. Характеристики проектов**

В работе Israel José dos Santos Felipe, Wesley Mendes-da-Silva (2023) было выявлено, что опубликованные в средствах массовой информации новости, содержащие большее количество положительных слов, могут стимулировать более крупные инвестиции в эти предприятия. Что касается поведения инвесторов по отношению к новостям СМИ, мы обнаружили, что позитивные новости способны мотивировать финансовые вложения. Поскольку рынок акционерного краудфандинга, как правило, более рискованный, чем другие, информация, которая помогает снизить неопределенность на этом рынке, может быть полезна инвесторам. Таким образом, следует отметить, что, как это происходит на более традиционных рынках, новостные материалы по проекту могут быть полезны для уменьшения асимметрии информации и, как следствие, они смягчают неопределенность, связанную с инвестиционными возможностями на этом рынке.

В исследовании [Robert Philips, Yilin Hou (2021)] было выявлено, что длительность кампании влияет на эффективность проведения раунда финансирования. Так, была предложена продолжительность раунда в 30 дней, что, по-видимому, оптимально, поскольку она достаточно короткая, чтобы показать уверенность основателей, но достаточно продолжительная, чтобы набрать обороты, особенно со стороны инвесторов, которые еще не известны основателю и их ближайшим социальным сетям. В интернет-взаимодействии было выделено два элемента, которые важны для наглядности проекта. Первый из них – доступ к взаимодействию с командой основателей, особенно через социальные сети, которые могут привлечь инвестиции от ближайшего круга знакомых. Второй – маркетинг с помощью краудфандинговой платформы, которая привлекла инвесторов, ранее не известных основателям.

В работе [Cordova A., Dolci J., Gianfrate G. (2015)] были проанализированы факторы, идентифицирующие успешность проведения раунда сбора средств на краудфандинговых платформах. Новизной исследования послужил факт выявления взаимосвязи инвестиционной привлекательности компаний в ходе раунда акционерного краудфандинга и количества обновлений в проекте, которые были осуществлены за счет краудфандинга.

**1.5.3. Характеристики инвесторов**

В работе Herve F., Manthe E., Sanajust A., Schwienbacher A. (2018) были исследованы факторы, определяющие инвестиционные решения (на основе инвестиций в акции и облигации). Акции были отнесены к краудфандинговым кампаниям, где акционерный капитал относится к инвестициям в предпринимательские стартапы, а облигации – к крупным проектам в сфере недвижимости. Было обнаружено, что инвесторы с более высоким уровнем социального взаимодействия готовы инвестировать большие суммы. Социальные взаимодействия важны в контексте краудфандинговых платформ, но не влияют на участие в инвестициях в облигации. Это согласуется с мнением о том, что социальные сети инвесторов помогают снизить информационную асимметрию. Женщины вкладывают меньше в наиболее рискованные инвестиции (акции), но больше в более безопасные (облигации). Эти результаты в большей степени объясняются различиями в неприятии риска. В целом, полученные результаты способствуют пониманию того, как краудфандинг, основанный на инвестициях, может быть жизнеспособным источником финансирования предпринимательства.

Кроме того, в работе Israel José dos Santos Felipe, Wesley Mendes-da-Silva (2023) была исследована удаленность инвестора от объекта инвестирования. Так, в заключении авторами указано, что географическое расстояние между предпринимателем и инвестором отрицательно взаимосвязана с суммой, которую инвестор готов вложить в тот или иной проект.

## Выводы

Перейдем к подведению итогов теоретической части данного исследования. В главе 1 автором были достигнуты три существенные задачи: изучение особенностей акционерного краудфандинга как метода привлечения инвестиций, анализ существующих подходов к оценке результативности проведения акционерного краудфандинга и выявление параметров компаний и краудфандинговой кампании для использования в практическом исследовании.

В работе автор изучил существующие в научной среде определения акционерного краудфандинга, а также предложил свое собственное: «Акционерный краудфандинг – это открытый призыв по большей мере через Интернет к предоставлению финансовых ресурсов за вознаграждение в будущем в виде получения в той или иной форме акционерного капитала». Работа предоставляет читателям подробное описание основных типов краудфандинга (на основе пожертвования, нефинансового вознаграждения, кредитования и акционерный краудфандинг), что помогает понять место акционерного краудфандинга в общей системе привлечения инвестиций. Большое внимание уделяется изучению рынков Великобритании и США. Так крупными и авторитетными платформами для акционерного краудфандинга в Великобритании являются Crowdcube, Seedrs и SyndicateRoom. В США такими платформами являются SeedInvest, StartEngine и Wefunder.

Детальное и сфокусированное изучение акционерного краудфандинга с альтернативными способами привлечения капитала показало как преимущества, так и недостатки данного типа. Выделенными в работе преимуществами являются: простота и скорость привлечения денег (другие способы, а именно IPO, банковское кредитование, венчурный капитал требуют гораздо больше времени и усилий), доступность акционерного краудфандинга, возможность привлечения более крупных сумм, а также прямой диалог с аудиторией. К недостаткам относятся: высокая вероятность недостижения целевых показателей по привлечению финансирования, риск передачи интеллектуальной собственности в другие руки, загруженность персонала компании в связи с ответами на вопросы «толпы».

Также в работе было представлено описание инвесторов, а также их мотивов как факторов, способствующих развитию акционерного краудфандинга. Согласно исследованиям, инвестиции в акционерный краудфандинг преимущественно приходятся на людей без соответствующего опыта инвестирования, однако текущие тенденции указывают на факт того, что краудфандинговые платформы привлекают все большее количество бизнес-ангелов, венчурных инвесторов и других опытных инвесторов. Автор пришел к выводу, что мотивы пользователей краудфандинговых платформ к инвестированию через акционерный краудфандинг неоднородны и зависят от типа инвесторов. Было установлено, что инвесторов в целом мотивирует желание реализации и поддержания идеи о создании устойчивого развития во всем мире. Однако каждый из инвесторов в первую очередь преследует экономическую выгоду.

При оценке факторов, влияющих на результативность проведения краудфандинга, были сделаны следующие наблюдения относительно характеристик компаний: модели, использующие отношение собранных инвестиций к запрашиваемой сумме в качестве зависимой переменной, являются наиболее значимыми для определения успешности раунда акционерного краудфандинга; в качестве переменных, оценивающих результативность компании в плане привлечения инвестиций посредством акционерного капитала могут использоваться зарегистрированная общая сумма, собранная в ходе кампании краудфандинга, наличие банкротства или ликвидации стартапа, избыточное финансирование, отношение собранных инвестиций к запрашиваемой сумме, а также количество привлеченных инвесторов. При этом инвестиционная привлекательность компании - важный фактор, имеющий взаимосвязь с успешностью привлечения инвестиций посредством акционерного краудфандинга. Анализ характеристик проектов и инвесторов показал, что позитивные новости о компании могут стимулировать инвесторов к финансовым вложениям, особенно на рискованном рынке акционерного краудфандинга; что частота обновлений в проекте, осуществляемых через краудфандинг, связана с привлекательностью компании для инвесторов в контексте акционерного краудфандинга; что длительность кампании влияет на эффективность проведения раунда финансирования; что социальные сети инвесторов помогают снизить информационную асимметрию и создают необходимое доверие к платформе; что географическое расстояние между предпринимателем и инвестором также оказывает влияние на сумму инвестиций. Результаты исследований относительно характеристик компаний выявили, что единоличные менеджеры имеют меньшую вероятность проведения успешных выходов на краудфандинговую платформу, чем команды основателей, а также с большей вероятностью терпят неудачу впоследствии, а также что выставленная доля капитала для инвестирования оказывает значительное негативное влияние на успех проведения раунда финансирования. Кроме того, поддержка бизнес-ангелов помогает предпринимателям показать наилучшие результаты. Также было выявлено, что наличие патентов не взаимосвязано с успехом финансирования.

В целом, проведенная в главе работа помогает понять специфику акционерного краудфандинга, а также предоставляет все необходимые теоретические данные для перехода к проведению эмпирического исследования.

# Глава 2. Результаты эмпирического исследования взаимосвязи результативности проведения краудфандинга и характеристик компаний и инвесторов

## 2.1. Выборка

CrowdCube является одной из наиболее популярных краудфанднговых платформ в мире и вместе с Seedr’s входит в двойку крупнейших платформ в Великобритании. Компания была основана в 2011 году Дарреном Уэстлейком и Люком Лангом, а с 2013 года получила лицензию Управления по финансовому регулированию и контролю Великобритании (FCA), регулирующей рынок финансовых услуг.[[6]](#footnote-6) Привлекательность данной платформы достигается за счет нескольких преимуществ, в сравнении с другими мировыми конкурентами. Во-первых, организацией проводится тщательная процедура отбора компаний, допущенных для выхода на платформу. Этот процесс включает в себя анализ бизнес-модели стартапа, ее финансовых показателей, уровня долговой нагрузки, а также правовых нарушений. Такая защита уменьшает риски инвесторов потерять свои деньги. Во-вторых, CrowdCube – платформа, предлагающая не только источник для поиска компаний для инвестирования, но и платформу, объединяющую компании и инвесторов в единое сообщество, что увеличивает шансы организаций, вышедших на краудфандинг, успешно привлечь инвестиции. В-третьих, следование требованием регулятора со стороны CrowdCube позволяет компаниям быть уверенными в проведении раунда финансирования, а инвесторов – гарантированно получить акции проверенных компаний.

Так, по заявлениям компании, более 1000 компаний привлекли более 210 млн фунтов для финансирования собственного акционерного капитала.[[7]](#footnote-7) В связи с тщательной процедурой отбора компании, вышедшие на CrowdCube, демонстрируют низкую статистику провала – только 14% из них прекратили свою деятельность.[[8]](#footnote-8) Стоит отметить широкий профиль организаций, которые представлены на платформе для инвестирования, – это высокотехнологические стартапы, оперирующие на рынке финансовых услуг; разработчики технологических решений для бизнеса; бары и рестораны; производители алкогольной продукции; трэвэл-агентства и др. Такое разнообразие привлекает большое число инвесторов-пользователей платформы. Среди них есть как профессиональные игроки, бизнес-ангелы, ищущие перспективные стартапы на ранней стадии развития и готовые инвестировать в них крупные суммы, так и непрофессиональные инвесторы, желающие получить дополнительный источник заработка. Для последних на платформе существует минимальный порог инвестиций в 10 фунтов, что является крайне низким значением относительно рынка.

Кроме того, компании, выходящие на краудфандинговую платформу, конкурируют с действующими игроками на рынке. Поэтому, опасаясь их расширения, крупные конкуренты могут выкупить стартап на ранней стадии, чтобы не допустить снижения своих рыночных позиций. Такой выкуп акций компании сопровождается кратной прибылью для инвесторов, вложивших свои деньги во время раунда краудфандинга. Так, например, английский стартап E-Car Club, предлагающий в аренду электромобили, был поглощен более крупным европейским игроком с тем же профилем – Europcar за сумму, в несколько раз превышавшую предварительную оценку.[[9]](#footnote-9)

Для проведения исследования были отобраны данные о проведении акционерного краудфандинга на британской платформе CrowdCube в период с 2019 по 2021 год. Выбор данного промежутка времени обусловлен приближенностью к реальному времени, а также качеством и точностью данных в сравнении с более поздним периодом. На сайте CrowdCube представлена информация о большинстве раундах финансирования, проведенных с 2013 года. В ней же представлена предварительная оценка компании, долю акционерного капитала для инвестирования, содержание бизнес-плана и описание проекта, для которого привлекаются деньги. Кроме того, в исследовании были использованы данные об общих характеристиках компаний такие, как дата основания, наименования отраслей, в которых оперирует организация, наличие топ-менеджеров, имеющих существенное влияние. Эти данные представлены на сайте Регистрационной Палаты Великобритании «Companies House». В рассматриваемый в исследовании временной промежуток некоторые компании провели несколько раундов финансирования. Таким образом, в работе проведен анализ *несбалансированных панельных данных* по 452 наблюдениям.

## 2.2. Методология исследования

Для того, чтобы проанализировать наличие взаимосвязи между успешностью раунда акционерного краудфандинга и характеристик компании, была выдвинута зависимая переменная, равная отношению суммы привлеченных инвестиций к запрашиваемому финансированию. В исследовании было отдано предпочтение индексу инвестиционной привлекательности в долевом выражении для снижения влияния косвенных факторов (размер активов, чистая прибыль и др.) и их абсолютных значений на модель. Таким образом, зависимая переменная вычислена по следующей формуле:

где Raisedit – сумма привлеченных в ходе раунда инвестиций, Targetit – запрашиваемая компанией сумма.

В работе была построена следующая модель регресии:

где lnvalueit – размер компании i в момент времени t, meansumit – показатель средней суммы инвестиций в компанию i в момент времени t в пересчете на одного инвестора, equityit – доля акционерного капитала для инвестирования компании i в момент времени t, ageit – возраст компании i в момент времени t, onlyvoteit – наличие всех акций компании i с правом голоса в момент времени t, taxbenefitsit – наличие налоговых льгот для инвесторов в компанию i в момент времени t, managementit – наличие существенного влияния менеджмента у компании i в момент времени t.

Описание переменных представлено в таблице 2.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Обозначение** | **Расчеты / Замечания** |
| Инвестиционная привлекательность компании | perf | Вычислена как отношение величины привлеченных инвестиций к запрашиваемой сумме |
| Логарифмированная капитализация | lnvalue | Вычислен как логарифмированная оценка предварительной стоимости компании |
| Средняя сумма инвестиций в пересчете на одного инвестора | meansum | Вычислена как отношение величины общей привлеченных инвестиций к числу инвесторов |
| Доля капитала для инвестирования | equity | Доля акционерного капитала компании, выставленная для финансирования |
| Возраст | age | Вычислен как разница между датой проведения краудфандинга и датой основания компании |
| Наличие всех акций голосующего типа | onlyvote | Бинарная переменная, равная 1, если компания предлагает акции голосующего типа независимо от суммы инвестирования, и 0 в обратном случае |
| Наличие налоговых льгот | tax\_benefits | Бинарная переменная, равная 1, если, инвестировав в компанию, пользователь может претендовать на налоговые льготы, и 0 в обратном случае |
| Наличие значительного влияния со стороны менеджмента | management | Бинарная переменная, равная 1, если на момент проведения краудфандинг в компании есть менеджеры, владеющие более 25% акций, и 0 в обратном случае |

1. Описание переменных, использованных в исследовании

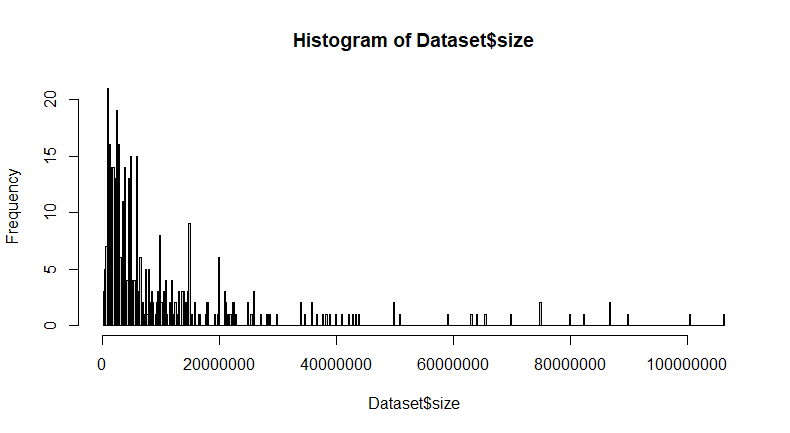
## 2.3. Описание объясняющих переменных и формулировка гипотез

**2.3.1 Предварительная оценка стоимости компании**

В ходе раунда финансирования на платформе «CrowdCube» инвестору доступна информация о деятельности компании, вышедшей на раунд акционерного краудфандинга. Одним из ключевых показателей, отраженный в профиле организации – оценка предварительной ее стоимости («Pre-money valustion»). Наибольшую популярность данный показатель приобрел среди венчурных фондов, которые используют этот параметр для оценки потенциала проекта до принятия решения о его финансировании. В свою очередь инвесторы на краудфандинговой платформе, опираясь на значение данного показателя, рассчитывают потенциальную долю акционерного капитала, которую они приобретут после проведения раунда.[[10]](#footnote-10)

В исследовании предполагается, что существует взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и размера ее совокупных активов. Рассматривая частные случаи, можно судить, что в случае низкого значения оценки предварительной стоимости компании инвесторы могут посчитать привлекательной возможность получить высокую долю акционерного капитала и оказывать влияние на принимаемые в компании решения, что положительно скажется на ее прибыльности в будущем, а также на способности инвесторов защищать их интересы. Кроме того, это может положительным может оказаться расчет на будущую рентабельность инвестиций в связи с ожиданием значительного увеличения стоимости компании в будущем. В данном случае инвестор ориентируется на недооцененность компании рынком и ориентируется на дальнейший рост этого показателя. В обратном же случае при высокой оценке предварительной стоимости пользователи платформы чувствуют защищенность своих инвестиций, руководствуясь правилом, что крупные компании, обладающие большими активами, реже терпят провал в будущем, что гарантирует сохранение акций в будущем.

При анализе гистограммы распределения оценки предварительной стоимости компании была выявлена ярко выраженная правосторонняя асимметрия значений. В связи с этим было принято решение логарифмировать данный показатель в процессе регрессионного моделирования. Так, было снижено влияние на результаты модели тех компаний, которые в выборке являются значительно более крупными в сравнении с усредненным значением. Гистограмма распределения представлена на рисунке 1.



1. Распределение оценки предварительной стоимости компаний

Таким образом, гипотеза исследования сформулирована следующим образом:

**Н1.** *Существует прямая взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости.*

**2.3.2 Средняя сумма инвестиций** в пересчете на одного инвестора

Как уже было упомянуто ранее, размер инвестиций, которые компания может собрать в ходе раунда акционерного краудфандинга, могут существенно отличаться. Пользователям «CrowdCube» доступна минимальная сумма в 10 фунтов, что привлекает широкое число непрофессиональных инвесторов на платформу. Также среди инвесторов есть и бизнес-ангелы, которые рассчитывают найти на платформе перспективные стартапы, чтобы получить высокую отдачу от собственных вложений в компании, по которым ожидается существенный рост в будущем. Такой широкий профиль пользователей дает компаниям обоснованность в принятии решения о формировании того или иного позиционирования при демонстрации собственных финансовых результатов, описании проекта, миссии и ключевых целей. В связи с этим представленная на платформе информация разнообразна по своему содержанию, форме и заложенным идеям. Данное разнообразие выражается в ориентации на более профессиональный и менее профессиональный круг привлекаемых инвесторов. Первые характеризуются более высокими суммами инвестиций и меньшим числом инвесторов. В связи с этим предполагается, что выгодной является как стратегия ориентации на привлечение вкладывающих большие суммы инвесторов, так и стратегия привлечения значительного числа обычных пользователей платформы. Таким образом, гипотеза исследования сформулирована следующим образом:

**Н2.** *Существует нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и средней суммой инвестиций, совершенных в ходе финансирования, в пересчете на одного инвестора.*

**2.3.3 Доля капитала для инвестирования**

Помимо обозначенных факторов, в ходе проведения раунда сбора средств на «CrowdCube» отражается доля акционерного капитала, предлагаемая компанией для финансирования. В зависимости от сложности и ресурсоемкости проекта, в который компания вложит деньги после выхода на платформу, формируется представление инвестора о деятельности организации. Более крупные проекты будут требовать большего финансирования, что является причиной более высокой доли акционерного капитала, и будут сопровождаться более высоким уровнем риска и потенциалом роста. Предполагается, что инвестор в процессе принятия решения о вкладывании собственных средств рассчитывает прибыль, которую он сможет получить в будущем. Этот процесс неотрывно связан с желанием защитить свои инвестиции, так как, являясь нетрадиционным способом сбора средств, акционерный краудфандинг, в глазах непрофессиональных пользователей платформы, влечет за собой риск потери вложенных денег. При расчете уровня защищенности вложений инвестор предпочтет сделать выбор в пользу компании, предлагающей меньшую долю акционерного капитала для инвестирования, так как таким образом организация свидетельствует о способности покрывать собственные расходы на ведение проектов и не ставит слишком амбициозные цели, которые могут привести к провалу. Кроме того, низкое значение доли акционерного капитала для инвестирования может сказаться на уровне прибыли и силе влияния, которые инвестор ожидает получить, вкладывая свои деньги в ту или иную компанию. В связи с этим существуют причины, по которым пользователи платформы могут принимать разные решения об инвестировании в зависимости от значений по данному фактору. Таким образом, гипотеза исследования сформулирована следующим образом:

**Н3.** *Существует нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости и долей акционерного капитала, представленной компанией для финансирования.*

## 2.4. Описательная статистика

Помимо описанных ранее объясняющих переменных в исследовании были использованы контрольные переменные наличия всех акций голосующего типа, наличия налоговых льгот, наличия существенного влияния со стороны менеджмента компании, а также возраста компании. В процессе сбора значений по этим компаниям были использованы данные платформы «CrowdCube», а также сайта Регистрационной Палаты Великобритании.

**2.4.1 Наличие всех акций голосующего типа**

Данный показатель принимает значение 1, если все акции компании, предлагаемые для покупки инвесторами, дают пользователям право голоса, в ином случае переменная принимает значение 0. Стоит отметить, что на платформе нет классического деления на акции типа А и типа В. Существует большая классификация акций по тем правам, которые они дают потенциальным инвесторам. Однако, по каждому из этих типов пользователям платформы предоставляется информация о наличии права голоса, что может повлиять на принятие решение об инвестировании в ту или иную компанию в зависимости от того, насколько инвестор будет чувствовать защищенность своих вложений. Кроме того, существует практика покупки разных типов акций в зависимости от суммы инвестирования: для более низких инвестиций предлагаются акции неголосующего типа. Более привлекательным будут те компании, которые независимо от суммы вложений дают инвестору право голоса.

**2.4.2 Наличие налоговых льгот**

Данный показатель принимает значение 1, если инвестору будет предоставлена возможность воспользоваться налоговыми льготами по итогам проведения раунда финансирования, в ином случае переменная принимает значение 0. На платформе «CrowdCube» пользователи могут претендовать на льготы типа EIS и SEIS при совершении инвестиций. Первый тип льгот позволяет получить налоговую льготу в 30% при инвестировании до 1 млн фунтов в налоговый год. В связи с этим он ориентирован на более крупные стартапы и инвесторов. Льготы второго типа дают инвесторам возможность получить налоговые льготы в размере 50% при инвестировании менее 100 000 фунтов в налоговый год. При этом и льготы типа EIS, и льготы типа SEIS освобождают инвестора от уплаты налога на прирост капитала, полученного в качестве прибыли от продаж акций, в течение трех лет с момента совершения покупки акций.[[11]](#footnote-11) Относительно рассматриваемой переменной более привлекательными будут те компании, которые в ходе раунда сбора средств дают возможность инвесторам получить налоговые льготы любого из двух типов.

**2.4.3 Наличие существенного влияния со стороны менеджмента компании**

Данный показатель принимает значение 1, если на момент проведения краудфандинга в компании были менеджеры, обладающие более 25% акций, в ином случае переменная принимает значение 0. Наличие топ-менеджмента с высокой долей влияния может положительно сказаться на привлекательности компании, так как этот факт свидетельствует о высокой заинтересованности лиц, принимающих решения, в развитии организации и повышении ее привлекательности, а также отдачи по дивидендным выплатам.

**2.4.4 Возраст компании**

Кроме того, на привлекательность компании для инвестора может влиять ее возраст. Данный показатель рассчитан исходя из разницы даты проведения раунда финансирования, отраженной на сайте «CrowdCube» и даты основания организации. Возраст компании свидетельствует о ее нахождении на разном этапе своего развития. На краудфандинговую платформу выходят как высокотехнологичные стартапы, находящиеся на ранних этапах развития, так и зрелые компании, стабилизировавшие свою деятельность. Этот фактор также влияет на степень защищенности инвестиций в глазах пользователей платформы. Предполагается, что для значительного большинства инвесторов более привлекательна та компания, которая преодолела ранние этапы развития и вышедшие на определенный стабильный уровень своей деятельности.

**2.4.5 Выводы на основе описательной статистики**

Агрегированная таблица с описательной статистикой по переменным, использованным в исследовании, представлена в Таблице 3.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | N | Mean | St. Dev. | Min | Max |
| Индекс успеха | 452 | 2.00 | 1.48 | 0.25 | 14.18 |
| Лог. капитализация | 452 | 15.47 | 1.24 | 12.56 | 20.29 |
| Средняя сумма инвестирования | 452 | 1 316 | 1589 | 233 | 19 786 |
| Доля капитала для инвестирования | 452 | 0.10 | 0.06 | 0.00 | 0.39 |
| Возраст | 452 | 4.29 | 3.15 | 0.02 | 20.64 |
| Наличие всех акций с правом голоса | 452 | 0.74 | 0.44 | 0 | 1 |
| Наличие налоговых льгот | 452 | 0.89 | 0.31 | 0 | 1 |
| Наличие контроля менеджмента | 452 | 0.89 | 0.31 | 0 | 1 |

1. Описательная статистика по переменным, использованным в модели.

Количество наблюдений по каждой переменной совпадает и равно числу наблюдений, так как для исследования были исключены те раунды краудфандинга, по которым отсутствовали какие-либо данные. Анализ полученных значений показывает, что индекс инвестиционной привлекательности компании в ходе раунда финансирования отличается значительно: какие-то компании оказались в глазах инвесторов неперспективными (минимальное значение – 0.25), другие же – отличны высокой привлекательностью (максимальное значение – 14.18). В среднем же компании привлекают в два раза больше запрашиваемой суммы. Важной отличительной чертой краудфандинга как сбора привлечения средств является широкий профиль инвесторов-пользователей платформы. Об этом свидетельствует показатель средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора. Ввиду минимальной суммы инвестирования в 10 фунтов некоторые компании привлекают некрупных инвесторов (минимальное значение – 233 фунта), в свою очередь другие компании, отличающиеся высокой перспективностью способны рассчитывать на значительные вложения (максимальное значение – 19 786), которые могут обеспечить бизнес-ангелы, также являющиеся пользователями платформы. В среднем компании, вышедшие на платформу, финансируют 10% акционерного капитала. Кроме того, показательным является размах возраста компаний. Так, минимальный возраст составил менее месяца, в то время как максимальный – более 20 лет. Эта разница позволяет судить о разном профиле компаний, которые пользуются краудфандингом для сбора средств – от недавно созданных стартапов до зрелых компаний.

Кроме того, значимым является анализ описательной статистики для бинарных переменных. Так, компании, вышедшие на краудфандинговую платформу, в большинстве своем (74%) предоставляют пользователям только акции с правом голоса. Компании привлекают большее число инвесторов, чувствуя защищенность благодаря размытию доли полученных голосов в общей структуре распределения голосов. Однако характерным может стать возможность получения существенного влияния на принимаемые в компании решения крупными инвесторами, приобретающим в рамках раунда значительную долю акций компании. Высокий показатель (89%) доли раундов финансирования, дающий инвесторам право претендовать на налоговые льготы, говорит о гибком законодательстве и благоприятной для привлечения инвесторов финансовой среде Великобритании и платформы «CrowdCube», в частности. Также высокое значение (89%) доли компаний, которые характеризуются наличием существенного влияния менеджмента, детализирует профиль организаций, осуществляющих процедуру краудфандинга. Как правило, это компании, находящиеся на ранних этапах развития (средний возраст – 4,3 лет), в которых еще не произошло полное отделение собственности от менеджмента.

## 2.5. Регрессионный анализ

**2.5.1 Выбор модели**

Как уже было упомянуто выше, в данном исследовании будет использовано регрессионное моделирование для проверки поставленных гипотез. Так как в работе используется анализ несбалансированных панельных данных, требуется определить тип модели, наиболее подходящей к исследованию. Для этого сравним модель сквозной регрессии, модель с фиксированными эффектами и модель с случайными эффектами с помощью последовательного проведения F-теста, теста Бройша-Пагана и теста Хаусмана.

*F-тест*

Данный тест позволяет проверить наличие существенных групповых эффектов в модели, что позволяет ответить на вопрос, какая из двух моделей: сквозной регрессии и модели с фиксированными эффектами – подходит для исследования в большей степени.

Перед проведением теста выдвигаются следующие гипотезы:

*Н0: Модель сквозной регрессии предпочтительнее модели с фиксированными эффектами.*

*Н1: Модель с фиксированными эффектами предпочтительнее модели сквозной регрессии.*

Результаты F-теста показали, что p-value выше уровня значимости в 0,05, следовательно, нулевая гипотеза принимается, модель сквозной регрессии является более предпочтительной в сравнении с моделью с фиксированными эффектами. Подробные результаты теста отражены в Приложении 1.

*Тест Бройша-Пагана*

Данный тест позволяет оценить влияние случайных эффектов в модели. Таким образом, можно определить, какую из моделей: модель с случайными эффектами или модель с сквозной регрессии – стоит применить в исследовании. Перед проведением теста выдвигаются следующие гипотезы:

*Н0: Модель сквозной регрессии предпочтительнее модели с случайными эффектами.*

*Н1: Модель с случайными эффектами предпочтительнее модели сквозной регрессии.*

Результаты теста Бройша-Пагана показали, что p-value выше уровня значимости в 0,05, следовательно, нулевая гипотеза принимается, модель сквозной регрессии является более предпочтительной в сравнении с моделью с случайными эффектами. Подробные результаты теста отражены в Приложении 2.

*Тест Хаусмана*

Данный тест позволяет оценить важность учета эффектов в модели, что позволяет ответить на вопрос, какая из двух моделей: с случайными эффектами и с фиксированными эффектами – более релевантна для исследования. В данном случае выдвигаются следующие гипотезы:

*Н0: Модель сквозной регрессии предпочтительнее модели с фиксированными эффектами.*

*Н1: Модель с фиксированными эффектами предпочтительнее модели сквозной регрессии.*

Так как результаты предыдущих двух тестов показали, что как модель с случайными эффектами, так и модель с фиксированными эффектами менее предпочтительна в сравнении с моделью сквозной регрессии, в исследовании будет использована последняя.

**2.5.2 Корреляционная матрица**

Для получения значимых результатов регрессионного моделирования проверим наличие корреляции среди выбранных переменных. Для этого попарно вычислим коэффициент корреляции. Полученные результаты представлены в таблице 4.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | cool | lnvalue | meansum | equity | age | onlyvote | taxbenefits | management |
| cool | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| lnvalue | 0.24 | 1 |  |  |  |  |  |  |
| meansum | 0.16 | 0.21 | 1 |  |  |  |  |  |
| equity | 0.11 | **-0.49** | 0.03 | 1 |  |  |  |  |
| age | 0.04 | **0.29** | 0.13 | -0.1 | 1 |  |  |  |
| onlyvote | 0.04 | 0.03 | 0.1 | 0.15 | -0.05 | 1 |  |  |
| taxbenefits | -0.02 | -0.14 | 0.03 | 0.09 | 0.04 | 0.01 | 1 |  |
| management | 0.05 | -0.17 | -0.07 | 0.05 | -0.17 | 0 | 0.02 | 1 |

1. Корреляционная матрица

Анализ корреляционной матрицы показал, что среди выбранных переменных наибольшую связь показали следующие пары переменных: оценка предварительной стоимости компании с долей капитала для инвестирования (-0.49) и с возрастом компании (0.29). Данные взаимосвязи переменных могут быть объяснены логически. Чем крупнее компания, тем скорее она будет предоставлять меньшую долю капитала для финансирования. Это связано с тем, что на платформе действует ограничение на максимальную возможную сумму сбора средств в ходе одного раунда, кроме того, независимо от лимитов компании могут привлечь инвестиции на финансирование какого-либо проекта, что влечет за собой логически обоснованное значение требуемой суммы для сбора. Взаимосвязь возраста с стоимостью компании объясняется профилем организаций, которые выходят на платформу: компании, не демонстрирующие положительную динамику показателей своей деятельности предполагают, что они не смогут привлечь инвесторов для финансирования своих проектов, в связи с чем они либо сами отказываются от данной процедуры, либо не допускаются на платформу при прохождении процедуры отбора. Как итог, большинство выявленных взаимосвязей между переменными не превышают нормальных значений. Таким образом, дальнейшее регрессионное моделирование может быть проведено на основе перечисленных переменных.

**2.5.3 Результаты регрессионного моделирования**

В исследовании модель сквозной регрессии была применена в четыре этапа. На первом этапе проверялось наличие взаимосвязи между инвестиционной привлекательностью компании и обозначенными объясняющими переменными логарифмированной оценки предварительной стоимости компании, средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора, доли акционерного капитала для финансирования и контрольной переменной по возрасту. На втором этапе для выявления характера взаимосвязи были добавлены контрольные переменные по предоставлению компанией акций исключительно голосующего типа, наличию налоговых льгот, а также наличию существенного влияния со стороны менеджмента компании. Далее в модель последовательно добавлялись квадраты переменной средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора и показателя доли капитала для финансирования для выявления U-shape характера взаимосвязи. Сводная таблица результатов регрессии представлена в таблице 5.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | С объясняющими переменными и контрольной переменной по возрасту | С объясняющими и контрольными переменными | С полиномом по средней сумме инвестиций | С полиномом по средней сумме инвестиций и доле акционерного капитала для финансирования |
| Константа | -5.72842 \*\*\* | -3.07347 \*\* | 2.37405 \*\*\* | 5.87777 \*\*\* |
|  | (1.03191) | (0.98308) | (7.41683) | (7.33210) |
| **Лог. предварительная оценка стоимости компании** | 0.45563 \*\*\* | 0.29118 \*\*\* | -0.62829 \*\*\* | 0.68804 \*\*\* |
|  | (0.06429) | (0.05876) | (0.93786) | (0.13173) |
| **Средняя сумма инвестиций в пересчете на одного инвестора** | 0.00007 | 0.00011 \* | -0.00075 \*\*\* | -0.00079 \*\*\* |
|  | (0.00004) | (0.00004) | (0.00009) | (0.00009) |
| **Доля капитала для финансирования** | 6.84554 \*\*\* |  | 9.60636 \*\*\* | 21.56780 \*\*\* |
|  | (1.21841) |  | (1.15717) | (3.09080) |
| Возраст | -0.02380 | -0.01291 | -0.03210 **.** | -0.03617 **.** |
|  | (0.02166) | (0.02265) | (0.01976) | (0.01943) |
| Наличие всех акций с правом голоса |  | 0.05308 | 0.10581 | 0.09487 |
|  |  | (0.15342) | (0.13856) | (0.13609) |
| Наличие налоговых льгот |  | 0.06224 | 0.15612 | 0.18247 |
|  |  | (0.22130) | (0.19434) | (0.19096) |
| Наличие контроля со стороны менеджмента |  | 0.43321 | 0.25171 | 0.29181 |
|  |  | (0.22096) | (0.19407) | (0.19083) |
| **Средняя сумма инвестирования в квадрате** |  |  | 0.00000 \*\*\* | 0.00000 \*\*\* |
|  |  |  | (0.00000) | (0.00000) |
| **Доля капитала для инвестирования в квадрате** |  |  |  | -38.81862 \*\*\* |
|  |  |  |  | (8.35090) |
| R^2 | 0.13445 | 0.14169 | 0.2935 | 0.33996 |
| Adj. R^2 | 0.12670 | 0.13031 | 0.2805 | **0.32500** |
| p-value | 0.0000000000003 | 0.00000000000156 | < 2.2e-16 | < 2.2e-16 |
| Num. obs. | 452 | 452 | 452 | 452 |

|  |
| --- |
| Signif. codes: **\*\*\*** – 0.001;  **\*\*** – 0.01;  **\*** – 0.05. |

1. Результаты регрессионной модели

Для проверки наличия совершенной мультиколлинеарности был проведен VIF-тест. Результаты теста показали отсутствие взаимосвязей между переменными, влияющими на репрезентативность модели. Так, среднее значение данного показателя по модели и по каждому параметру значение ниже показателя предела нормы (10). Подробные результаты представлены в Таблице 6.

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| lnvalue | meansum | equity | age | onlyvote | taxbenefits | management | **mean** |
| 1.578 | 1.087 | 1.395 | 1.134 | 1.047 | 1.033 | 1.049 | **1.189** |

1. Результаты vif-теста для регрессионной модели

При анализе результатов регрессионного моделирования было выявлено низкое значение р-value, что говорит о высоком уровне репрезентативности модели. При этом коэффициент корреляции является достаточным для формирования выводов лишь в четвертой и пятой модели, что говорит о выраженном U-shape характере взаимосвязи между зависимой и объясняющими переменными.

При сравнении пяти представленных регрессионных моделей было выявлено повышение объясняющей силы модели, которое выражено увеличением значения скорректированной оценки коэффициента детерминации. Стоит отметить, что анализ этого параметра в моделях показал, что наибольшее влияние на репрезентативность модели оказало добавления полинома для средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора. Кроме того, в двух последних моделях была выявлена статистическая значимость переменной, отражающей возраст компании, на уровне 10%. Этот факт свидетельствует о важности этого фактора на инвестиционную привлекательность компании.

**2.5.4 Интерпретация результатов**

Регрессионное моделирование было использовано для выявления статистической значимости факторов на инвестиционную привлекательность компаний. Ниже изложены основные выводы в разрезе влияния каждой переменной в отдельности на уровне значимости в 0.1%, 1%, 5%, 10%.

*Логарифмированная оценка предварительной стоимости компании*

Данный фактор оказался статистически значимым. Полученный p-value по данному показателю оказался крайне низким (<2e-16), что свидетельствует о значимости переменной на уровне 0.1%. В связи с этим наблюдается взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании и ее размером. Кроме того, был выявлен прямой характер взаимосвязи. Таким образом, с увеличением размера компании линейно растет ее привлекательность. При прочих равных компании с более высокой оценкой предварительной стоимости являются более привлекательными для инвестора.

*Средняя сумма инвестиций в пересчете на одного инвестора*

Данный фактор оказался статистически значимым на уровне 0.1%. Полученные p-value крайне низкие (<2e-16), что позволяет судить о высоком влиянии показателя на инвестиционную привлекательность компании в ходе раунда акционерного краудфандинга. Таким образом, компании демонстрируют больший успех при ориентации на привлечение крупных инвесторов или на привлечение большего числа мелких инвесторов, обеспечивающих большой поток инвестиций за счет их количества. Привлечение же усредненного числа профессиональных и непрофессиональных инвесторов дает наименьший результат. В анализируемой выборке наименьшую инвестиционную привлекательность показали компании, раунды акционерного краудфандинга которых характеризовались средней суммой инвестиций в пересчете на одного инвестора в 6700 фунтов, что говорит о наличии максимальных значений инвестиционной привлекательности по краям выборки.

*Доля капитала для инвестирования*

Данный фактор оказался значимым на уровне 0.1%. Полученные p-value меньше 0.0001, что говорит о высоком влиянии данного показателя на инвестиционную привлекательность компании. В ходе регрессионного моделирования был выявлен нелинейный характер взаимосвязи. Так, компании, предлагающие сравнительно более низкую и более высокую долю акционерного капитала, оказались менее успешны в ходе раунда краудфандинга. Это может быть объяснено большей рискованностью компаний, которые предлагают более высокую долю для инвестирования в сравнении с усредненным значением, в глазах инвестора. Также организации, которые формируют более низкую долю акционерного капитала, для потенциальных инвесторов могут быть менее привлекательны в виду меньшего влияния на принимаемые в компании решении, что в будущем может привести к получению меньших доходов по приобретаемым акциям. На основании данных выборки можно судить о наибольшей привлекательности компаний, предлагающих для инвестирования 25% своего акционерного капитала.

*Контрольные переменные*

Контрольные переменные по наличию всех акций с правом голоса, наличию налоговых льгот и наличию контроля со стороны менеджмента оказались незначимыми в модели. Их p-value в итоговой регрессии меньше уровня значимости в 5% и равен 0.49, 0.34 и 0.13, соответственно. Однако их удаление из модели отрицательно сказывается на объясняющей силе регрессии. В связи с чем можно судить, что контрольные переменные в данном случае корректируют влияние факторов, относящихся к объясняющим переменным. Помимо этого, из полученных данных следует, что инвесторы не основывают свое решение на наличии голосующих акций. Иными словами, для пользователей платформы существуют более важные факторы. Кроме того, на решение инвесторов не влияет наличие налоговых льгот. Данный вывод говорит о том, что для инвестора не критически важно получить льготы от государства, ввиду его незнания об этих льготах, ожидания сложностей в процессе их получения или ориентации на получение дохода от продажи акций или получения дивидендов, нежели на уменьшении выплачиваемых в будущем налогов с этой прибыли. Также фактором, не являющимся ключевым для инвестора, оказалось наличие существенного контроля со стороны менеджмента. Это может объяснено относительной закрытостью данной информации. Для того, чтобы получить информацию о собственниках, пользователь платформы должен изучить ее профиль на сайте Регистрационной Палаты, о доступе к таким данным, предположительно, не все пользователи знают. Несмотря на статистическую незначимость, данный фактор из трех представленных оказывает на инвесторов наибольшее влияние.

Показатель возраста компании оказался значимым лишь в двух итоговых регрессионной модели. Полученный p-value равен 0.06, что свидетельствует о значимости на уровне в 10%. Таким образом, нельзя утверждать, что в анализируемой выборке установлена отрицательная взаимосвязь между возрастом компании и уровнем ее инвестиционной привлекательности. Также стоит отметить, высокую корреляцию между возрастом компании и оценкой предварительной стоимости организации. Так, более крупные по размеру компании, как правило, обладают более высоким возрастом, что приводит к взаимной компенсации взаимосвязи данных показателей на инвестиционную привлекательность компании.

## 2.6. Выводы

Перед проведением исследования сформированная выборка была проверена на предмет наличия существенных взаимосвязей между переменными. Найденные попарные влияния находятся в пределах нормальных значений. В связи с чем в модели отсутствует наличие совершенной мультиколлинеарности. Последующее проведение VIF-теста подтвердило данный вывод.

Проведенный F-тест и тест Бройша-Пагана показал, что наиболее релевантной исследованию является модель сквозной регрессии. Далее были представлены данные регрессионного моделирования. После чего полученные результаты были интерпретированы. Модель показала статистическую значимость объясняющих переменных. Кроме того, был выявлен нелинейный характер взаимосвязи по некоторым из переменных. Так, значимость логарифмированной оценки предварительной стоимости компании была выявлена на уровне 0.1%. Данные регрессионной модели позволяют судить о линейном повышении инвестиционной привлекательности компаний в связи с увеличением этого показателя. Кроме того, была выявлена статистическая значимость показателя средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора на уровне 0.1%. Характер данной взаимосвязи также нелинейный. Полученные данные позволяют утверждать о более выгодной стратегии ориентации компании на привлечение крупных инвесторов или на привлечение большого числа «рядовых» пользователей платформы. Самой низкой инвестиционной привлекательностью характеризуются компании, если в ходе раунда компания привлекла 6700 фунтов в пересчете на одного инвестора. Также была доля акционерного капитала, предлагаемая для финансирования, показала статистическую значимость на уровне 0.1%. Данные регрессии выявили меньшую инвестиционную привлекательность компаний по краям диапазона. Наивысшую же привлекательность при прочих равных демонстрировали компании с 25% долей акционерного капитала для инвестирования. Контрольные переменные по наличию всех акций голосующего типа, контроля со стороны менеджмента и налоговых льгот оказались в модели незначимыми. В свою очередь возраст компании оказался значим лишь на уровне в 10%. Вывод по наличию взаимосвязи между этим фактором и показателем инвестиционной привлекательности компании требует анализа на выборке большего объема. Таким образом, результаты регрессионного моделирования для проверки поставленных гипотез сформированы следующим образом:

1. Гипотеза **Н1** подтверждается. **Существует** прямая взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости.

2. Гипотеза **Н2** подтверждается. **Существует** нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и средней суммой инвестиций, совершенных в ходе финансирования, в пересчете на одного инвестора.

3. Гипотеза **Н3** подтверждается. **Существует** нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости и долей акционерного капитала, представленной компанией для финансирования.

# Заключение

Целью представленной работы являлось нахождение взаимосвязи успешности проведения раунда акционерного краудфандинга и характеристик компании и раунда финансирования. На основе проведенных ранее исследований мною были выдвинуты гипотезы для выполнения поставленной цели:

**Н1.** *Существует прямая взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости.*

**Н2.** *Существует нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и средней суммой инвестиций, совершенных в ходе финансирования, в пересчете на одного инвестора.*

**Н3.** *Существует нелинейная взаимосвязь между инвестиционной привлекательностью компании в ходе раунда акционерного краудфандинга и величиной оценки ее предварительной стоимости и долей акционерного капитала, представленной компанией для финансирования.*

В ходе проведения исследования мною была сформирована выборка из 452 наблюдений по компаниям, зарегистрированным в Великобритании и осуществивших процедуру акционерного краудфандинга на онлайн-платформе «CrowdCube». Данные для поиска значений по представленным критериям индексу инвестиционной привлекательности, размеру активов компании, средней суммы инвестиций, доли акционерного капитала, представленного компанией для финансирования, возрасту организации, наличию всех акций с правом голоса, налоговых льгот и значительного влияния менеджмента были взяты с сайта платформы, а также с сайта Регистрационной Палаты Великобритании. На следующем этапе был проведен анализ описательной статистики по используемым в исследовании переменным. Данные показали широкий профиль организаций, которые выходят на краудфандинговую платформу, а также были выявлены различия в характеристиках раундов финансирования. Анализ корреляционной матрицы показал отсутствие совершенной мультиколинеарности в модели. Проведение F-теста и теста Бройша-Пагана показало предпочтительность модели сквозной регрессии в сравнении с альтернативными моделями с случайными и фиксированными эффектами.

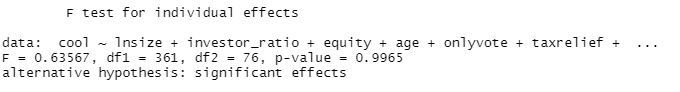
Моделирование проводилось в четыре этапа. На первом этапе модель была сформирована на основе объясняющих переменных и контрольной переменной по возрасту. Во вторую регрессию были добавлены контрольные переменные. Далее последовательно добавлялись квадраты по переменным средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора и доли капитала, представленной для финансирования. Полученные на финальном этапе результаты позволяют подтвердить все гипотезы на уровне 0.1%. В исследовании был выявлен нелинейный характер взаимосвязи. Взаимосвязь инвестиционной привлекательности компании и средней суммы инвестиций в пересчете на одного инвестора описывается вогнутой параболической функцией. Данный факт позволяет сделать вывод, что компаниям выгоднее ориентироваться на бизнес-ангелов, либо на большое число инвесторов из основной массы пользователей платформы – худшую привлекательность имели компании, которые привлекли усредненное значение как крупных, так и мелких инвесторов.

Подводя итог, цель данной работы выполнена, все выдвинутые гипотезы были проверены в практической части исследования. Полученные в работе выводы могут быть использованы несколькими рыночными агентами. Во-первых, компании могут ориентироваться на выявленные результаты при планировании выхода на краудфандинговую платформу. Так, возможна корректировка описания компании, профиля ее деятельности, а также бизнес-план для ориентации на более крупных профессиональных инвесторов или на массовый сегмент пользователей «CrowdCube». Кроме того, полученные результаты могут послужить основой для формирования адекватной оценки запрашиваемой суммы. Во-вторых, краудфандинговая платформа «CrowdCube», может использовать выводы исследования для анализа профиля компаний, осуществляющих выход на краудфандинг. Также она может корректировать действующие для компаний ограничения и предъявляемые им требования, опираясь на данные о размере компании и доле акционерного капитала, представленного для инвестирования. В-третьих, инвесторы, опираясь на ожидаемые результаты раунда краудфандинга на основе полученных в ходе моделирования коэффициентов могут варьировать решение о вложении той или иной суммы в ходе раунда финансирования. Таким же образом может быть проанализированы отклонения от ожидаемых результатов в соответствии с определенными значениями по размеру компании и доли акционерного капитала для финансирования.

# Список использованной литературы

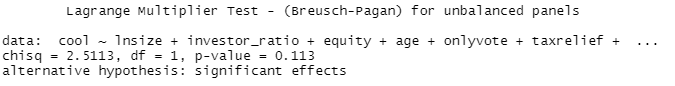
1. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Кляровская Н.А. 2021. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой плат- форме. Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент 20 (2): 131–164. URL: <http://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2021.201>
2. Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. (2011). The geography of crowdfunding. NBER Working Paper, No. 16820.
3. Ahlers G., Cumming D., Gunther C., Schweizer D. (2012). Signaling in equity crowdfunding. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2564121>
4. Bayus B. (2013). Crowdsourcing new product ideas over time: An analysis of the Dell IdeaStorm community. Management Science 59, 226-244.
5. Bradford S. (2012). Crowdfunding and the Federal Securities Laws. Columbia Business Law Review, 2001(1), 3-148.
6. Bretschneider U., Leimeister J. (2017). Not Just an Ego-trip: Exploring Backers’ Motivation for Funding in Incentive-based Crowdfunding. Journal of Strategic Information Systems, 26(4), 246–260.
7. Brown R., Mawson S., Rowe A., Mason C. (2018) Working the Crowd: Improvisational Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial Ventures, International Small Business Journal, 36 (2), pp. 169-193.
8. Cholakova M., Clarysse B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Rewards-based Investments? Entrepreneurship Theory and Practice, 39(1), 145–172.8
9. Coakley J., Lazos A. (2021). Equity crowdfunding founder teams: Campaign success and venture failure. British Journal of Management (21).
10. Colombo M., Franzoni C., Rossi-Lamastra C. (2015). Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. Entrepreneurship Theory and Practice, 39(1), 75–100.
11. Cordova A., Dolci J., Gianfrate G. (2015). The determinants of crowdfunding success: evidence fromtechnology projects. URL: <https://www.researchgate.net/publication/277026655_The_Determinants_of_Crowdfunding_Success_Evidence_from_Technology_Projects>
12. Cornell J. (2014). Crowdfunding: More than money jumpstarting university entrepreneurship. National Collegiate Inventors and Innovators Alliance. Retrieved from <https://venturewell.org/open2014/wp-content/uploads/2013/10/CORNELL-2.pdf>
13. Du L., Bartholomae F. Stumpfegger E. (2021). What Factors are relevant for Success in UK Equity Crowdfunding? Munich Business School Working Paper (2021-01).
14. Felipe I., Mendes-da-Silva W., Ali I., Francisco E. (2023). Good news from mass media induces more investments in the equity crowdfunding market. BAR-Brazilian Administration Review, 20(1).
15. Fink A. (2012). Protecting the crowd and raising capital through the jobs act. URL: <http://ssrn.com/abstract=2046051>
16. Glaeser E.L., Shleifer A. (2001). Not-for-profit entrepreneurs. Journal of Public Eco- nomics 81, 99-115.
17. Guenther C., Johan S., Schweizer D. (2018). Is the Crowd Sensitive to Distance? How Investment Decisions Differ by Investor Type. Small Business Economics, 50(2), 289–305.
18. Herve F., Manthe E., Sanajust A., Schwienbacher A. (2018). Determinants of individual investment decisions in investment-based crowdfunding. Journal of Business Finance and Accounting (September - 2018).
19. Howe J. (2008). Crowdsourcing. Why the power of the crowd is driving future of business. New York: Three Rivers Press.
20. Kirby E., Worner S. (2014). CrowdFunding: An Infant Industry Growing Fast. URL: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
21. Kleemann F., Vob G., Rieder K. (2008). Paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. Science, Technology and Innovation Studies 4, 5-26.
22. Lukkarinen A., Seppälä T., Wallenius, J. (2017). Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding. URL: <https://ssrn.com/abstract=3263434>.
23. Müllerleile T., Joenssen W., Müllerleile A. (2014). Crisis, Co-Financing and Crowdfunding: Igniting Regional Development. Presented at the International Conference for Entrepreneurship, Innovation and Regional Development ICEIRD, Nicosia, Cyprus, June 5–6. URL: <https://www.researchgate.net/publication/265476654_Crisis_Co-Financing_and_Crowdfunding_Igniting_Regional_Development>
24. Philips R., Hou Y. (2021). A Qualitative Investigation of Factors Influencing Successful Crowdfunding Campaigns in the UK and China Using the Reward Model. International Council for Small Business. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3842832>
25. Ralcheva A., RoosenBoom P. (2016). On the Road to Success in Equity Crowdfunding. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2727742>
26. Rossi A., Vanacker T., Vismara S. (2020). Equity Crowdfunding: New Evidence From Us and UK Markets. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3752616>
27. Rossi A., Vismara S. (2018). What Do Crowdfunding Platforms Do? A Comparison between Investment-Based Platforms in Europe. Eurasian Business Review 8 (1): 93–118.
28. Schwienbacher A., Larralde B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183>
29. Semen S. (2015). Journal of Financial Innovation, №.2, Август 2015, стр. 141–151. URL: <https://www.researchgate.net/publication/281613549_Stakeholders_in_Equity-Based_Crowdfunding_Respective_Risks_Over_the_Equity_Crowdfunding_Lifecycle>
30. Shafi K. (2021). Investors’ evaluation criteria in equity crowdfunding. Small Business Economics, 56(1), 3-37.
31. The Annual Survey of Entrepreneurs (ASE), the U.S. Census Bureau [электронный ресурс] - URL: <https://www.census.gov/programs-surveys/ase.html>
32. Tomczak A., Brem A. (2013). A Conceptualized Investment Model of Crowdfunding. Venture Capital, 15(4), 335–359.
33. Vismara S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. Small Business Economics, 46(4), 579-590.
34. Wang T. et al. (2019). Exploring Individuals’ Behavioral Intentions Toward Donation Crowdfunding: Evidence from China. Industrial Management & Data Systems, 119(7), 1515–1534.
35. Wilson K., Testoni M., (2014). Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2502280>
36. assignmentpoint.com [электронный ресурс] - URL: <https://assignmentpoint.com/disadvantages-of-equity-crowdfunding/>
37. bruegel.org [электронный ресурс] - URL: <https://www.bruegel.org/blog-post/crowdfunding-phenomenon>
38. builtin.com [электронный ресурс] - URL: <https://builtin.com/finance/venture-capital-vs-equity-crowdfunding-which-is-better-business>
39. clear.co [электронный ресурс] - URL: <https://clear.co/blog/securing-startup-funding/>
40. crowdcube.com [электронный ресурс] - URL: <https://www.crowdcube.com/explore/raising/funded-community>
41. investopedia.com [электронный ресурс] – URL: <https://www.investopedia.com/terms/p/premoneyvaluation.asp>
42. prnewswire.com [электронный ресурс] - URL: <https://www.prnewswire.com/news-releases/circle-leads-investment-into-crowdcube-to-accelerate-global-startup-fundraising-301430776.html>
43. sec.gov [электронный ресурс] - URL: <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>
44. tbat.co.uk [электронный ресурс] – URL: <https://tbat.co.uk/knowledge/what-is-seis-tax-relief-and-eis-tax-relief/#:~:text=What%20is%20EIS%20Tax%20Relief,the%20shares%20after%20three%20years>
45. thecrowdspace.com [электронный ресурс] - URL: <https://thecrowdspace.com/blog/ipo-vs-equity-crowdunding/>
46. wikipedia.org [электронный ресурс] - URL: <https://en.m.wikipedia.org/wiki/Crowdcube>

# Приложение 1. Результаты F-теста.



1. Результаты F-теста

# Приложение 2. Результаты теста Бройша-Пагана.



1. Результаты теста Бройша-Пагана

1. clear.co [электронный ресурс] - URL: https://clear.co/blog/securing-startup-funding/ [↑](#footnote-ref-1)
2. bruegel.org [электронный ресурс] - URL: https://www.bruegel.org/blog-post/crowdfunding-phenomenon [↑](#footnote-ref-2)
3. sec.gov [электронный ресурс] - URL: https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding [↑](#footnote-ref-3)
4. assignmentpoint.com [электронный ресурс] - URL: https://assignmentpoint.com/disadvantages-of-equity-crowdfunding/ [↑](#footnote-ref-4)
5. builtin.com [электронный ресурс] - URL: https://builtin.com/finance/venture-capital-vs-equity-crowdfunding-which-is-better-business [↑](#footnote-ref-5)
6. wikipedia.org [электронный ресурс] - URL: <https://en.m.wikipedia.org/wiki/Crowdcube> [↑](#footnote-ref-6)
7. crowdcube.com [электронный ресурс] - URL: <https://www.crowdcube.com/explore/raising/funded-community> [↑](#footnote-ref-7)
8. crowdcube.com [электронный ресурс] - URL: <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/206232124-What-are-the-risks-of-investing-in-equity-crowdfunding-> [↑](#footnote-ref-8)
9. prnewswire.com [электронный ресурс] - URL: <https://www.prnewswire.com/news-releases/circle-leads-investment-into-crowdcube-to-accelerate-global-startup-fundraising-301430776.html> [↑](#footnote-ref-9)
10. Investopedia.com [электронный ресурс] – URL: <https://www.investopedia.com/terms/p/premoneyvaluation.asp> [↑](#footnote-ref-10)
11. tbat.co.uk [электронный ресурс] – URL: <https://tbat.co.uk/knowledge/what-is-seis-tax-relief-and-eis-tax-relief/#:~:text=What%20is%20EIS%20Tax%20Relief,the%20shares%20after%20three%20years> [↑](#footnote-ref-11)