

Секция «Корпоративные финансы: наука, теория и практика»

Планово-убыточные цифровые платформы: причины появления и признаки «зомбификации»

Научный руководитель – Макарова Светлана Геннадьевна

Сполохова Карина Леонидовна

Аспирант

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: spolokhova.c@gmail.com

Цифровые платформы являются стратегическим элементом трансформации экономики. Их бизнес-модель основана на посредничестве между двумя или более устойчивыми группами клиентов, характеризующихся разными целями. Среди основных особенностей платформ ОЭСР [7] выделяет особую ценовую структуру, позволяющую максимизировать число клиентов путем эффективного распределения цены участия между ними, и наличие сетевых эффектов. Сетевые эффекты повышают ценность пользования платформой для одной группы клиентов по мере увеличения численности клиентов другой группы и считаются ключевым фактором успеха платформ. Однако, активация сетевых эффектов происходит лишь по достижении критической массы пользователей, когда увеличение числа клиентов начинает повышать ценность пользования платформой для каждого клиента и приводит к ее стремительному росту.

Инвесторы традиционно рассматривали перспективу появления сетевых эффектов как фактор, объясняющий высокую оценку стоимости цифровых платформ. Данный аргумент использовался для обоснования высокой капитализации цифровых платформ, даже если текущие финансовые показатели не подтверждали столь высоких оценок стоимости [1]. Вместе с тем, успех маркетплейсов во время пандемии COVID-19 привел к резкому росту инвестиций в технологические стартапы, что впоследствии сменилось кризисом: многие платформы не смогли достичь необходимого масштаба для активации сетевых эффектов. В 2023 году 3200 технологических компаний, ранее привлечших 27,2 млрд долл. от венчурных инвесторов, обанкротились [9], а акции 464 технологических компаний на Nasdaq оказались под угрозой делистинга по причине падения котировок акций ниже приемлемого биржей уровня [4].

Многие убыточные платформы продолжают функционировать, полагаясь на средства инвесторов. Такие компании получили название «зомби»: они имеют достаточные ресурсы для поддержания деятельности, но не демонстрируют роста операционных и финансовых показателей. Одной из причин их существования является нежелание менеджеров VC/PE фондов списывать бесперспективные проекты из-за возможных репутационных потерь и из-за особенностей структуры компенсации. Хотя плата за управление фондом в первые годы деятельности фонда, как правило, зависит от объявленного капитала (committed capital), по прошествии нескольких лет фиксированная плата за управление фондом начинает зависеть от величины чистого инвестированного капитала (invested capital), то есть вложенного капитала за вычетом списанных проектов.

Таким образом, выявление признаков «зомбификации» компании является важной задачей потенциальных инвесторов на этапе, когда «зомби» готовится к IPO или уже является публичной (кейс платформы WeWork доказывает, что компания-«зомби» может долгое время демонстрировать жизнеспособность): несмотря на обещаемые перспективы и оценки возможностей дальнейшего роста цифровой платформы, необходимо учитывать значимые

факторы, предсказывающие, что компания уже находится в состоянии «зомби» и не сможет оздоровиться. Для выявления «зомби» разработаны различные подходы, которые, однако, не учитывают особенности бизнес-модели компании или отрасль ее деятельности. Метод [3] предполагает анализ разницы между ставкой по долговым обязательствам компании и средней стоимостью кредитования сопоставимых компаний. Метод [5] дополняет этот критерий коэффициентом покрытия процентов, отрицательное значение которого свидетельствует о проблемах компании. [2] предлагают два критерия: коэффициент покрытия процентов и Z-коэффициент Альтмана. [3] используют коэффициент Тобина, сравнивая его со средним уровнем по отрасли. [8] предлагают учитывать коэффициент покрытия долга, чтобы исключить влияние льготных кредитов.

Стоит отметить, что традиционные подходы к выявлению компаний-«зомби» ориентированы на компании, имеющие доступ к банковскому кредитованию, и не учитывают специфики молодых технологических компаний, в том числе цифровых платформ. Однако такие компании сталкиваются с ограничениями в привлечении заемного финансирования и в большей степени зависят от венчурных инвесторов и бизнес-ангелов. Это требует адаптации критериев диагностики «зомбификации» применительно к цифровым платформам как к молодым технологическим компаниям.

На основе проведенного анализа литературы и изученных кейсов банкротства и «зомбификации» цифровых платформ была разработана система индикаторов «зомбификации» цифровой платформ. В качестве ключевых критериев можно выделить: (1) понижающий раунд финансирования (down round) – привлечение средств по более низкой оценке по сравнению с предыдущими инвестиционными раундами, что сигнализирует о снижении доверия инвесторов к бизнес-модели платформы ввиду недостаточно высоких показателей роста; (2) увеличение доли неспециализированных инвесторов (корпоративных фондов, не ориентированных на технологический сектор, или государственных инвестиционных структур) на стадиях роста и расширения, что может свидетельствовать о сложностях с привлечением традиционного венчурного капитала; (3) частое проведение раундов финансирования без значительного улучшения ключевых операционных метрик может указывать на ограниченный потенциал рынка. Таким образом, предложенные индикаторы могут стать основой для диагностики устойчивости цифровых платформ: выявления платформ-«зомби» и оценки перспектив «зомбификации» цифровых платформ.

Источники и литература

- 1) Above the Crowd: <https://abovethecrowd.com/2014/07/11/how-to-miss-by-a-mile-an-alternative-look-at-ubers-potential-market-size/>
- 2) Altman E. I., Dai R., Wang W. Global zombie companies: measurements, determinants, and outcomes // Journal of International Business Studies. 2024. С. 1-22.
- 3) Banerjee R., Hofmann B. Corporate zombies: Anatomy and life cycle // Economic Policy. 2022. Т. 37. № 112. С. 757-803.
- 4) Bloomberg Law: <https://news.bloomberglaw.com/us-law-week/nasdaq-delisting-threat-is-tricky-for-companies-trading-below-1>
- 5) Caballero R. J., Hoshi T., Kashyap A. K. Zombie lending and depressed restructuring in Japan // American Economic Review. 2008. Т. 98. № 5. С. 1943-1977.
- 6) Fukuda S., Nakamura J. Why did “zombie” firms recover in Japan? // The World Economy. 2011. Т. 34. № 7. С. 1124-1137.
- 7) OECD: <https://doi.org/10.1787/1ab6f5f3-en>

- 8) Storz M. et al. Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe // ECB Working Paper. 2017. No. 2104.
- 9) The New York Times: <https://www.nytimes.com/2023/12/07/technology/tech-startups-collapse.html>