

ФАКТОРЫ И МОТИВЫ ПРОВЕДЕНИЯ СДЕЛОК SPIN-OFF

УДК 330.341.44

Игорь Борисович Хмелев,
к.э.н, доцент, кафедра Мировой экономики и международных отношений, МЭСИ
Тел. +79104695109
Эл. почта: khmelev-1957@rambler.ru

Сергей Владиславович Круглов,
аспирант, кафедра Мировой экономики и международных отношений, МЭСИ.
Тел. +79150634277
Эл. почта: krug.90@mail.ru

В статье излагаются факторы, побуждающие менеджеров применять данный инструмент реструктуризации компаний, а так же основные мотивы проведения сделок spin-off. Основное внимание сосредоточено на сущности сделок spin-off. Приводится классификация побуждающих факторов проведения сделок spin-off, приводится их теоретическое обоснование и степень научной разработанности. Выделено 4 фактора: отраслевой, жизненного цикла, размера компании и поддержки материнской компанией. Выделены основные мотивы проведения сделок spin-off.

Ключевые слова: spinoff, дивести́рование, реструктуризация, эффективность, производительность.

Igor B. Khmelev,
PhD in Economics, the Department of World Economy and International Relations, Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics (MESI),
Tel.: +7 (910) 469-51-09,
E-mail: khmelev-1957@rambler.ru

Sergei V. Kruglov,
Post-graduate, the Department of World Economy and International Relations, Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics (MESI),
Tel.: +7 (915) 063-42-77,
E-mail: krug.90@mail.ru

FACTORS AND MOTIVES FOR THE SPIN-OFF PROCESS

This article is about the factors that encourage managers to use spin offs as a restructuring tool, and about the main motives of spin-off transactions. Attention is focused on the nature of spin-offs. There is a classification of the driving factors of spin-offs from the theoretical viewpoint and the degree of this question elaboration in economic literature. Four factors are marked: industrial, life cycle, company size and support of the parent company. The basic spin-off motives are pointed in this article.

Keywords: spin-off, divestment, restructuring, effectiveness, productivity.

1. Введение

На старте реализации новой идеи, не всегда следует создавать самостоятельное и независимое юридическое лицо. На начальном этапе механизм проще апробировать и совершенствовать в рамках существующих бизнес-структур. Но лишь до тех пор, пока не станет бросаться в глаза, что новое подразделение в рамках существующего бизнеса не может полностью раскрыть весь свой потенциал. Стесняя новое направление в рамках материнской компании, велик риск отдать долю рынка конкурирующим структурам, которые окажутся более расторопными. Нельзя исключать возможность снижения активности материнской компании, если она будет продолжать развивать новое подразделение в рамках общей компании. Есть еще один положительный фактор в выделении независимой компании — формирование потребительской лояльности. Если новое направление бизнеса продолжает свою деятельность в рамках материнской компании, то она будет ассоциироваться у потребителя с имиджем всей структуры. Иногда это оказывает негативное влияние на развитие бизнеса.

В настоящее время существует множество определений явления spin-off. Явление spin-off впервые отмечено в середине 70-х годов, когда компании искали пути для стимулирования роста предпринимательской активности в рамках существующих компаний. Подобные сделки обычно проводились в рамках одной отрасли или в территориальных пределах одной страны. Поскольку литература на эту тему крайне разнородна и часто ученые выдвигают противоположные точки зрения, то неудивительно, что многие авторы используют собственные определения сделок spin-off для проведения своих исследований.

Большинство исследователей, в частности Шиппер К. и Смит А., Хайт, Арон Д.Ж. сходятся во мнении, что spin-off — это процесс дивести́рования компанией, путем разделения на две компании с отдельно торгуемыми акциями. Акционеры материнской компании после проведения сделки получают пропорциональное количество акций выделившейся компании, которая образовалась на базе активов материнской компании. Таким образом, акционеры имеют возможность управлять двумя новыми отдельными компаниями. Например, в 1997 году от компании Pepsico, Inc. отпочковался ее ресторанный бизнес — фирмы KFC, Pizza Hut и Tacco Bell, которые вошли в компанию под названием Tricon Global Restaurants с активами в 10 млрд. долл. В это отпочкование были вовлечены как физические активы, так и люди. На момент отпочкования не существовало никаких обязательств по выплате налогов, поскольку налогообложение имеет место только при продаже акций. После отпочкования фирма Tricon функционировала независимо.

По мнению Купера А.С. и Гарвина, определение сделки spin-off — это выделение новых предприятий, за счет предоставления независимости от материнской компании в той же отрасли для создания самостоятельно конкурирующих компаний, не имеющих прямой зависимости от материнской компании.

Отрасли промышленности, в которых высока ценность человеческого капитала, более склонны к сделкам spin-off, так как бывшие наемные сотрудники заинтересованы использовать весь собственный опыт и умения в попытке добиться своего рода конкурентного преимущества. Выбор именно этого вида реструктуризации компании обуславливается простотой процесса передачи активов от фирмы к фирме.

Наиболее точно определить сделку spin-off можно как создание новой экономической единицы, инициированное одной или несколькими материнскими компаниями, либо их менеджментом за счет выделения существующего подразделения компании, с распределением акций выделившейся компании между акционерами материнской компании на пропорциональной основе, с целью повышения эффективности деятельности выделяемого подразделения.

2. Основные факторы проведения сделок spin-off

Исследователи выделяют ряд ключевых факторов, которые оказывают влияние на принятие решения по реструктуризации компании за счет сделки

spin-off. Но, зачастую, выделить их по отдельности очень затруднительно, так как их характеристики взаимно переплетены.

2.1. Отраслевые факторы

Секторы, в которых отмечается высокий уровень реструктуризации компаний, таких как энергетика, телекоммуникации и производство, являются основными источниками сделок spin-off, в то время как сектор услуг в основном пополняют выделившиеся компании. Очень распространенной точкой зрения является то, что в отраслях, в которых создаются новые технологии в результате исследований, увеличивается вероятность сделок spin-off. Гарвин Д.А. в книге «Spinoff, создание новой компании» утверждает, что во всех отраслях, в которых на прибыльность сильно влияет квалифицированность человеческого капитала, наблюдается большое количество сделок spin-off. С другой стороны, модель М. Портера (Diamond Model) показывает, что кластеры это территориальная концентрация компаний одной отрасли, которая охватывает две взаимосвязанные отрасли и конкурирующие организации.

Кластеры могут включать в себя поставщиков сырья, каналы продаж, клиентов, производителей и государственные учреждения, которые проводят научные исследования, занимаются образованием и технической поддержкой. Так как компании одного кластера высоко производительны, то внедрение инноваций играет определяющую роль в поддержании выживания на рынке. Такая агрессивная среда заставляет чаще принимать решения о проведении реструктуризации путем проведения сделок spin-off.

2.2 Факторы жизненного цикла

Согласно существующей литературе считается, что отраслевая структура играет определяющую роль в результатах деятельности новых предприятий. Несмотря на то, что большинство успешных старт-апов реализуются на стадии роста отрасли, множество новых старт-апов зарождаются в зрелых отраслях. Согласно исследованию шведских ученых. Лампкина Г.Т. и Десса Д.Д., стадия жизненного цикла отрасли определяет соотношение инициативности и эффективности деятельности предприятий.

В отличие от зрелых отраслей, в растущих отраслях фирмы могут достичь первоначального успеха, не сталкиваясь с острой конкуренцией, так как в этот период существует достаточно возможностей для успешного входа на рынок. Либерман М. и Монтгомери Д. в совместном исследовании «Преимущества первопроходца» отмечают, что особенно успешными становятся компании-первопроходцы, пытающиеся создать продукт, который сможет удовлетворить нереализованный спрос в будущем. Такие компании захватывают большую долю рынка, достигают узнаваемости и лояльности к бренду за счет технологического лидерства, захвата ограниченных ресурсов и низких издержек. Таких же преимуществ крайне трудно достичь в зрелой отрасли из-за её медленного роста. Поэтому такая инициативность может быть очень затратной и даже неуместной в традиционных отраслях промышленности.

В исследованиях экономистов предполагается, что характеристики отрасли устанавливают условия, с учетом которых сделки spin-off являются более выгодным способом создания фирмы по сравнению с другими. На количество сделок spin-off влияет уровень зрелости отрасли. Реструктуризация компаний путем проведения сделок spin-off наблюдается на зрелых рынках, в связи с замедлением роста и высоким уровнем конкуренции из-за стандартизированной конструкции изделий. Все это заставляет фирмы создавать компактную бизнес-структуру и выделять непрофильные активы.

Гарвин Д.А. утверждает, что на стадии зарождения отрасли создаются специфические условия, которые хорошо подходят для входа на рынок за счет сделок spin-off. Стадию зарождения отрасли можно разделить на стартовый этап и этап роста, при которых компании конкурируют за счет специфических свойств продукта. Результаты научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (R & D) постоянно применяются в изделиях для их улучшения, спрос на такие изделия является неэластичным и не требует крупных капитальных вложений. Высокая степень затрат на R & D положительно влияет на увеличение количества сделок spin-off.

2.3 Фактор размера компании

Хайт и Оуэрс в совместном исследовании «Реакция рынка акций на объявление о сделке spin-off» утверждают, что большие компании, образовавшиеся в результате сделок spin-off достигают запланированного уровня быстрее, чем компании меньшего размера, с точки зрения создания акционерной стоимости. Это можно объяснить тем, что большие компании, образовавшиеся в результате сделок spin-off, как правило, более стабильны и могут извлечь больше выгоды от реструктуризации основной компании, что, в свою очередь, положительно сказывается на ожиданиях инвесторов.

Тубке А. в собственном исследовании «Факторы оказывающие положительное влияние на сделки spin-off», работа в небольших компаниях имеет больше общего с самостоятельной предпринимательской деятельностью, нежели работа в крупной компании. Это связано с ограниченным количеством ресурсов, меньшей степенью бюрократизации, и большей клиенто-ориентированностью.

2.4 Фактор поддержки материнской компанией

Шведский ученый Линдхольм в своем труде «Growth and Innovativeness of technology based spin-off firms» определяет степень родственности компаний, как наличие деловых отношений или общих ресурсов на различных этапах цепочки создания стоимости после сделки spin-off. Он выделяет три степени родства между материнской и выделившейся компаниями:

- Рыночная родственность – компании делят каналы распределения или рынки.
- Технологическая родственность – компании используют аналогичную продукцию и методы производства.
- Продуктовая родственность – компании занимаются аналогичными продуктами.

Специалисты расходятся во мнении о зависимости между родственностью компаний после сделки spin-off и результатом деятельности новой компании. Часть исследователей считает, что родственность материнской и новой компаний положительно влияет на рост стоимости активов и увеличение продаж. А, например, Линдхольм А. сообщает об отсутствии зависимости между родственностью и ростом компаний. Пахранкангас А. в собствен-

Таблица 1. Факторы влияющие на сделки spin-off

Фактор	Авторы	Описание и влияние
Размер компании	Купер	Популярность использования метода spin-off обратно пропорциональна размеру компании
	Хайт и Оуерс	Чем больше выделявшаяся компания(в % от материнской), тем быстрее она достигнет запланированного уровня капитализации
Отрасль	Монкада	Зарождающиеся и растущие отрасли являются целью выделяющихся компаний. Материнские компании работают в зрелых отраслях.
	Гарвин	Сочетание факторов снижает входные барьеры и стимулирует сделки spin-off
R & D	Гарвин	Высокая доля затрат на R&D в отрасли положительно влияет на количество сделок spin-off
Рыночная, технологическая и продуктовая родственность	Парханкангас	Потеря родственности стимулирует проведение сделок spin-off
	Линдхольм	Нет прямой зависимости успешности выделявшейся компании от степени родства материнской и выделившейся компаний
	Ву	Родственность материнской и выделившейся компаний положительно влияет на рост активов и продаж

ном исследовании «Эмпирическое изучение дивестирования путем проведения сделок spinoff» заявляет, что продуктовая родственность оказывает негативное воздействие на рост компаний после сделки, напротив, тесное технологическое сотрудничество оказывает положительное влияние. Таким образом, можно предположить, что успешная деятельность выделившихся компаний на рынке прямо зависит от «наследства», полученного от материнской компании.

3. Основные мотивы проведения сделок spin-off

Сделки spin-off могут проводиться с целью увеличения стоимости или передачи части прибыли акционерам. Генеральные директора большинства фирм занимающихся сделками spin-off утверждают, что выделение компании повышает рыночную стоимость её акций, поскольку её деятельность становится прозрачнее, что делает её привлекательнее для инвесторов. Кроме того, стоимость выделившейся компании увеличивается за счет нивелирования информационной асимметрии на рынке, так как различные подразделения компании имеют разные показатели прибыльности и операционной эффективности. Кроме того, фирмы могут достичь более высокой оценки инвесторов, выделив из состава компании низкоэффективные подразделения или за счет устранения отрицательных синергий между

отделами. Сделки spin-off могут быть направлены на специализацию бизнеса, и за счет этого увеличить производительность материнской компании.

Сделки spin-off позволяют разным бизнес-единицам создать структуры капитала, которые подходят по характеру их активов или для перспективы роста наилучшим образом. Дитмар А. в исследовании «Структура капитала выделившихся компаний» обнаружил, что совет директоров материнских компаний отдадут предпочтение более низкому значению финансового рычага для выделившихся компаний, что позволяет снизить необходимость для создания денежных потоков от средств с низкой ставкой погашения. Мехрот, напротив, считает, что сделки spin-off с большим финансовым рычагом имели более высокий возврат денежных потоков по активам, большую долю основных средств, и большую стабильность операционных доходов.

Одним из эффектов сделок spin-off является передача стоимости от владельцев облигаций акционерам за счет снижения стоимости обеспечения облигаций. Материнская компания может разместить большую часть долговых обязательств на балансе одной из компаний, что обязательно скажется на стоимости облигаций.

Некоторые исследователи утверждают, что после сделки spin-off у инвесторов появляется больше вариантов выбора формы получения доходов – в форме дивидендов или в форме при-

роста капитала.

Сделки spin-off можно использовать как метод стимулирования активности менеджеров, так как их эффективность гораздо легче оценить при работе в отдельной компании. Поэтому руководителям придется работать лучше, так как они будут знать, что результаты их деятельности будут прямо влиять на стоимость выделившейся компании.

Сделки spin-off можно использовать как метод в качестве механизма увольнения топ-менеджеров, отдавая им в подчинение маленькую, слабую фирму, чтобы не оплачивать огромных бонусов при увольнении. Этот метод набирает популярность, как один из инструментов аутплейсмента. Его используют сразу после проведения недружественного поглощения, убивая этим двух зайцев: избавиться от непрофильных активов или убыточных подразделений, ну и снизить расходы на персонал. Обратное применение данному методу реструктуризации нашли в Японии. Количество топ-менеджеров любой компании очень ограничено, но при наличии очень компетентных сотрудников, чтобы их не потерять, материнская компания может выделить одно из направлений, которое будет развиваться под управлением таких перспективных наемных работников.

Сделки spin-off можно использовать для преодоления законодательных барьеров, которые могут препятствовать в достижении цели компании.

Например, компания может быть вынуждена разделиться на более мелкие, независимые единицы из-за антимонопольных законов. В некоторых случаях менеджменту удастся достигнуть значительного снижения налогов за счет выделения активов.

4. Заключение

В заключении я хотел бы отметить, что многие ученые пытались объяснить увеличения доходности по акциям после проведения сделки spin-off, изучая мотивы, которые побуждают компании использовать этот метод реструктуризации. Поскольку эти исследования обычно концентрируют своё внимание на краткосрочном изменении показателя производительности, то следует очень аккуратно интерпретировать результаты этих трудов. Применение краткосрочных результатов тестирования эффективности сделки spin-off имеет серьезные ограничения, так как

отсутствие прогнозов долгосрочной эффективности сделки может негативно сказаться на общих результатах. В целом, управляющие стараются выбрать такую структуру компании, которая подходит для достижения поставленных целей наилучшим образом. Тенденция к выделению компаний наблюдается при наличии стабильных акционеров, широкой диверсификации предприятий, неразвитости внешнего рынка труда ит.п. Например, данный вид сделок очень популярен в Японии и Южной Корее при выделении различных видов бизнеса из исторически сложившихся в Японии «дзайбацу» и «чеболь» в Корее.

В России пока самой удачной сделкой считается выделение компании «Полюс Золото» из «Норильского Никеля». Эта сделка была инициирована менеджментом для раскрытия «внутренней» стоимости золотодобывающих подразделений «Норильского никеля». Логика менеджмента была проста: золотодобывающие активы в отдельной компании так или иначе должны получить рыночную оценку, так как производители золота в силу ряда причин должны торговаться по более высоким мультипликаторам, чем производители базовых цветных металлов, при этом «Норильский никель» без «золотых» активов не должен сильно потерять в рыночной стоимости. «Spin-off «Полюс Золото» оказался удивительно успешным проектом, потому что сложное мероприятие было проведено достаточно быстро, и при этом мы получили ценную бумагу качеством не ниже «Норильского никеля», а в каких-то вопросах, наверное, даже и выше. Это уникальный случай – через неделю

после выделения «Полюса» стоимость «Норильского никеля» вернулась обратно. Довольно редкая и очень хорошая ситуация, когда выделяются активы, а стоимость обеих компаний после этого растет» – Герман Пихоя, генеральный директор по корпоративному развитию «Полюс Золото».

Таким образом, акционеры получили дополнительно \$6 млрд. Это та добавленная стоимость, которая была незаметна внутри большой компании, но которую акционеры смогли очень быстро получить за счет верного стратегического решения – то есть фактически за счет работы совета директоров и менеджмента обеих компаний.

Литература

1. Диттмар, А. (2004). Структура капитала в корпоративных сделках spin-offs. *Journal of Business*, 77 (1): 9-43.
2. Гарвин, Д.А. (1983). Spin-offs и процесс формирования новых предприятий. *California Management Review*, 25(2): 3-20.
3. Лампкин, Г.Т., & Десс, Д.Д. (2001). Уточнение концепции предпринимательской ориентации, и ее связи с результативностью: Определяющая роль среды и жизненного цикла. *Journal of Business Venturing*, 16(5): 429-451.
4. Пахранкангас, А. (1999). Эмпирическое исследование дивестирования путем проведения сделок spin-off, *ACTA Polytechnica Scandinavica, Mathematics, Computing and Engineering Series No. 99*:52-87.
5. Портер, М. (1998). Кластеры и конкуренция в современной экономике. *Harvard Business Review*, Nov-Dec: 77-90.
6. Тيوبке, А. (2004). Факторы успеха сделок spin-off. *International Studies of*

Entrepreneurship. New York: Kluwer Academic:325-351.

7. Холломан Д. (2008). Корпоративные сделки spin-off. MBA, M.S., University of New Orleans.

8. IR magazine Russia & CIS №1(6) январь/февраль 2009. «Spin-off: Как найти зарытые сокровища в пустыне рыночного кризиса».

Reference

1. Dittmar, A. (2004). Capital structure in corporate spin-offs. *Journal of Business*, 77 (1): 9-43.
2. Garvin, D.A. (1983). Spin-offs and the new firm formation process. *California Management Review*, 25(2): 3-20.
3. Lumpkin, G.T., & Dess, D.D. (2001). Linking two dimension of entrepreneurial orientation to firm performance: The moderating role of environment and industry lifecycle. *Journal of Business Venturing*, 16(5):429-451.
4. Parhankangas, A. (1999) Disintegration of technological competencies: An empirical study of divestments through spin-off arrangements, *ACTA Polytechnica Scandinavica, Mathematics, Computing and Engineering Series No. 99*.
5. Porter, M. (1998). Clusters and the new economics of competition. *Harvard Business Review*, Nov-Dec: 77-90.
6. Tubke, A. (2004). Success factors of corporate spin-offs. *International Studies of Entrepreneurship*. New York: Kluwer Academic.
7. Holloman D. (2008). Corporate Spin-offs: Examining the Effects on the Entrepreneurial Orientation Extraction-Financial Performance Relationship. MBA, M.S., University of New Orleans.
8. IR magazine Russia & CIS №1(6) январь/февраль 2009. «Spin-off: How to find hidden treasury».