

## Эффективность инвестиций в приобретение бизнеса: итоги раскрытий 2021–2022 гг.

Николай Викторович Цехомский<sup>1✉</sup>, Дмитрий Викторович Тихомиров<sup>2</sup>,  
Дмитрий Алексеевич Русинов<sup>3</sup>

<sup>1, 2</sup> Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия

<sup>1, 2, 3</sup> ВЭБ.РФ, Москва, Россия

<sup>1</sup> [GR@hse.ru](mailto:GR@hse.ru)<sup>✉</sup>

<sup>2</sup> [DTikhomirov@bk.ru](mailto:DTikhomirov@bk.ru)

<sup>3</sup> [dmitriy.rusinov.01@mail.ru](mailto:dmitriy.rusinov.01@mail.ru)

### Аннотация

**Цель.** Выполнить оценку результативности инвестиций в приобретение компаний в течение ряда лет до 2021 г. посредством анализа обесценения, признанного в 2021 и 2022 гг.

**Задачи.** Изучить возможные подходы к анализу эффективности слияний и поглощений; подробно рассмотреть один из подходов в аспекте исследования обесценения гудвилла, ранее признанного в результате приобретения компаний; проанализировать показатели доступной финансовой отчетности компаний за 2021 и 2022 гг.

**Методология.** Исследование основано на анализе консолидированной финансовой отчетности российских компаний и данных выборки по иностранным компаниям. Рассмотрены отдельные сделки по выходу иностранных компаний с российского рынка, оценен эффект их влияния на финансовую отчетность зарубежных компаний.

**Результаты.** Авторами проведена постфактум-оценка показателей крупнейших российских компаний, попавших в сформированную выборку, оценены возможности возмещения гудвилла в результате сделок M&A. По итогам анализа сформирован вывод о том, что ситуация в рассмотренном секторе экономики остается стабильной. Между тем зарубежные инвесторы, покинувшие российский рынок, признают значительное обесценение инвестиций в своей финансовой отчетности.

**Выводы.** Перспектива дальнейшего исследования состоит в проведении более обширного анализа на основе большей выборки компаний. В 2023 г. некоторые компании, предпочитавшие не публиковать отчетность за 2022 г., снова начали раскрывать финансовые результаты. Это дает возможность продолжать начатые в статье исследования полученных результатов и вносить в дальнейшем уточнения.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, M&A, инвестиции, гудвилл, деловая репутация, обесценение активов, обесценение гудвилла

**Для цитирования:** Цехомский Н. В., Тихомиров Д. В., Русинов Д. А. Эффективность инвестиций в приобретение бизнеса: итоги раскрытий 2021–2022 гг. // Экономика и управление. 2023. Т. 29. № 10. С. 1148–1163. <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-10-1148-1163>

# Effectiveness of investment in business acquisition: Results of disclosures 2021–2022

Nikolay V. Tsekhomskiy<sup>1</sup>✉, Dmitriy V. Tikhomirov<sup>2</sup>, Dmitriy A. Rusinov<sup>3</sup>

<sup>1, 2</sup> National Research University “Higher School of Economics”, Moscow, Russia

<sup>1, 2, 3</sup> VEB.RF, Moscow, Russia

<sup>1</sup> GR@hse.ru✉

<sup>2</sup> DTikhomirov@bk.ru

<sup>3</sup> dmitriy.rusinov.01@mail.ru

## Abstract

**Aim.** To perform an assessment of the performance of investments in business acquisitions over the years to 2021 by analyzing the impairments recognized in 2021 and 2022.

**Objectives.** To examine the possible approaches to analyze the performance of mergers and acquisitions; to elaborate on one of the approaches in the aspect of investigating the impairment of goodwill previously recognized as a result of company acquisitions; to analyze the indicators of available financial statements of companies for 2021 and 2022.

**Methods.** The study is based on the analysis of consolidated financial statements of Russian companies and sample data on foreign companies. We considered individual transactions on foreign companies' exit from the Russian market and assessed the effect of their influence on the financial statements of foreign companies.

**Results.** The authors have carried out a post facto evaluation of the indicators of the largest Russian companies in the sample, assessed the possibilities of goodwill recovery as a result of M&A transactions. As a result of the analysis the conclusion is formed that the situation in the considered sector of economy remains stable. Meanwhile, foreign investors who have left the Russian market recognize significant impairment of investments in their financial statements.

**Conclusions.** The prospect for further research is to conduct a more extensive analysis based on a larger sample of companies. In 2023, some companies that preferred not to publish their 2022 financial statements have started to disclose their financial results again. This provides an opportunity to continue the research begun in the paper on the results obtained and to make further refinements.

**Keywords:** *mergers and acquisitions, M&A, investment, goodwill, goodwill impairment, goodwill impairment, asset impairment, goodwill impairment*

**For citation:** Tsekhomskiy N.V., Tikhomirov D.V., Rusinov D.A. Effectiveness of investment in business acquisition: Results of disclosures 2021–2022. *Ekonomika i upravlenie = Economics and Management*. 2023;29(10):1148-1163. (In Russ.). <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-10-1148-1163>

## Введение

Приобретение готового бизнеса, значительной доли в капитале компаний известно экономическим агентам в том или ином виде в течение столетий. Основными причинами приобретений стали концентрация капитала и увеличение доли рынка, приобретение и объединение компаний для получения доступа к новым географическим рынкам и т. д. Во второй половине XX века в академической и бизнес-литературе получило широкое распространение понятие «слияния и поглощения», которое восходит к англ. Mergers and Acquisitions (M&A).

По мере технологического, экономического и социального развития причины сли-

ятий и поглощений становятся все более сложными и разнообразными. В течение XX в. наблюдался ряд пиков и спадов активности приобретений. Чрезвычайно активный период прослеживается и в конце XX — начале XXI в. Выявлены и особо крупные сделки, и рост количества сделок в целом. Ряд сделок измерялся миллиардами долларов США. Среди этих сделок можно выделить, например, следующие: за рубежом Digital Computers поглощена Compaq в 1997 г.; Citigroup создана после консолидации Citicorp и Travelers' Insurance Group; далее наблюдались значительные сделки по слиянию America Online Inc. и Time Warner, приобретению Mannesmann компанией Vodafone AirTouch; после 2010 г. в России

«Роснефть» получила контроль над компанией «ТНК-ВР»; в 2020-х гг. X5 Retail Group купила сети «Копейка» и «Карусель», «Пятерочка» приобрела сеть «Перекресток», Mail.ru — «ВКонтакте».

Особенности рынка и эффективность сделок M&A в начале XXI в. стали крайне популярными темами в научных статьях и монографиях, практических обзорах консультантов [1; 2; 3]. Тема эффективности M&A в течение двух десятилетий была одной из самых популярных у студентов финансовых и экономических специальностей с учетом наличия данных для эмпирического анализа и возможности бесконечного варьирования дизайна анализа в дипломах и диссертациях по отраслям, регионам, временному отрезку исследования и т. д.

В 2009–2021 гг. нами также выпущено множество обзоров и исследований, особенно с акцентом на обесценение гудвилла и иных активов на основе публикуемой финансовой отчетности компаний. Из наиболее поздних — анализ значений гудвилла и признанного обесценения гудвилла российскими компаниями в 2010–2020 гг. Эти вопросы отражены, например, в статьях, опубликованных в 2021 г. [4; 5]. В целом нами выделено несколько подходов к анализу результативности M&A. Рассмотрим кратко их суть и возможность применения в текущем анализе:

- анализ конкретных сделок и регулярный мониторинг результатов на основе детальных показателей компании с целью понимания эффективности в последующие периоды (годы, кварталы). Подход требует доступа к внутренней финансовой и операционной информации компании;
- использование информации о сделках и исследование реакции фондового рынка на сделку или сделки M&A, изменение капитализации компаний. С учетом неактивности фондового рынка в России и значительной закрытости данных проведение анализа эффективности сделок M&A на основе изменения капитализации и рыночной стоимости бизнеса представляется малореальным;
- анализ доступной финансовой (бухгалтерской) отчетности компаний, обзор значений возникающего на балансе в результате сделок M&A гудвилла и рассмотрение эффектов от его обесценения в последующие периоды. Третий подход выглядит как единственно приемлемый в рамках статьи.

В данном случае признаваемые суммы обесценения могут свидетельствовать о ряде фактов, по преимуществу предыдущих лет: об избыточных суммах и премиях за приобретение, уплаченных в предыдущие периоды; ухудшении текущих или прогнозных показателей и перспектив, иных. При проведении теста на обесценение и подготовке раскрытий компании традиционно склонны использовать оптимистичные прогнозы, признавая обесценение практически в безвыходных ситуациях. Поэтому при повышенном уровне осмотрительности случаи обесценения происходили бы чаще всего, а суммы обесценения были бы более значительными.

Необходимо обратить внимание и на условия ограниченной информации, в которых действуют авторы: общедоступные и статистические данные в контексте темы отличаются неполнотой отражения, связанной с недостаточным раскрытием сведений о сделках слияния и поглощения, в особенности непубличных компаний, многие сделки не входят в обзоры консультантов по причине малой стоимости сделок или отсутствия информации о сделках в открытом доступе. Главным источником данных для исследования послужила отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) крупнейших российских компаний, поскольку именно МСФО, в отличие от других стандартов (РСБУ, ОПБУ США и др.), уделяет больше внимания данным вопросам. Однако сегодня многие компании не публикуют финансовую отчетность в открытом доступе. Тем не менее предприняты попытки найти доступную финансовую информацию и провести ее анализ.

Помимо анализа отчетности российских компаний интересно исследовать раскрытия по обесценению гудвилла в отчетности зарубежных компаний, которые вышли из российских активов. Перед тем, как рассматривать суммы и случаи обесценения, сделаем акцент на требованиях к отражению гудвилла и его обесценения в финансовой отчетности.

### **Определение и экономическая сущность гудвилла**

Итак, обесценение активов, признанных в результате приобретения, в частности гудвилла как одного из наиболее распро-

страненных и специфичных активов в таких сделках, служит одним из индикаторов успешности и целесообразности приобретения. Гудвилл является относительно новой категорией в бухгалтерском учете. По определению МСФО (IFRS) 3 «Объединение бизнеса», гудвилл — это актив, представляющий собой будущие экономические выгоды, являющиеся результатом других активов, приобретенных при объединении бизнеса, которые не идентифицируются и не признаются по отдельности. Гудвилл на балансе российских компаний возникает в консолидированной финансовой отчетности в случае подготовки отчетности по стандартам МСФО или GAAP.

В научных статьях и исследованиях в России тема гудвилла раскрыта сегодня скудно и противоречиво, большая часть исследований основана на зарубежном опыте. В отечественной практике для этого термина даже нет единого названия. Аналитики, не имеющие опыта в аудите и анализе финансовой отчетности, зачастую трактуют гудвилл как некую «хорошую репутацию компании»; в некоторых источниках его переводят дословно с английского языка (goodwill) как «деловая репутация», несмотря на то, что гудвилл служит расчетной величиной, по существу, разницей между ценой сделки и справедливой стоимостью чистых активов приобретенного бизнеса. Написание термина также различается в источниках. В финансовой отчетности и отчетах некоторые компании, например ПАО «Газпром Нефть», ПАО «Роснефть», указывают данное понятие с одной буквой «л» — гудвил. В настоящей статье нами использован вариант написания с двумя буквами «л», поскольку такой вариант представлен в Орфографическом словаре Института русского языка имени В. В. Виноградова.

Необходимо помнить о том, что сделки по слияниям и поглощениям на практике приводят не только к синергии (положительным эффектам от сделки), более высокой эффективности и другим преимуществам. В истории существует множество неудачных сделок по слияниям и поглощениям. По данным McKinsey, около 10 % крупных сделок отменяются [6]. По данным Forbes, половина всех сделок проваливается [7]. По информации BCG research, только 47 % всех сделок приносят положительную относительную общую прибыль акционерам через год после даты сделки [8].

Чаще всего к основным проблемам сделок M&A относятся переплата за активы, сложность определения реальной стоимости приобретаемых активов, переоценка возможных синергетических эффектов; недостаточная обоснованность решения об интеграции; недостатки в планировании процесса интеграции; необоснованные или неясные цели слияний и поглощений; недооценка необходимых инвестиций после завершения сделки; недооценка комплекса различий между сложившимися организационными культурами и системами управления; необоснованные амбиции менеджеров. В связи с этим нередко организации вынуждены признавать обесценение гудвилла, если поглощаемые компании не оправдывают ожидания компании-покупателя и демонстрируют темпы роста и денежные потоки ниже, чем закладывалось при прогнозе и оценке стоимости активов. Гудвилл проверяют на обесценение обязательно раз в год, а также чаще при наличии признаков обесценения. Например, в соответствии с МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» организация должна учитывать следующие признаки: рыночная стоимость актива уменьшилась; существенные изменения, неблагоприятные для предприятий, произошли в технических, рыночных, экономических или правовых условиях, в которых работает предприятие; рыночные процентные ставки возросли и др.

Обесценение признают в случае, если балансовая стоимость актива ниже, чем возмещаемая стоимость (recoverable amount). Возмещаемая стоимость считается как меньшее значение между справедливой стоимостью актива за минусом расходов на продажу (Fair value less cost of disposal) и стоимостью использования актива (Value in use). В большинстве случаев для определения возмещаемой стоимости используют модель дисконтированных денежных потоков. Рост ставки и снижение рыночной стоимости компаний на рынке значительно увеличивает вероятность признания обесценения в отчетности компаний. Методологическим вопросам проведения теста на обесценение посвящены некоторые из предыдущих статей, подготовленных с участием одного из соавторов настоящего исследования [9; 10; 11; 12].

Ряд указанных индикаторов можно наблюдать в мировой и российской экономике. Так, в 2021 г. ключевая ставка возросла в два раза — от 4,25 % до 8,5 %, в течение

нескольких месяцев 2022 г. достигала 20 %. В связи с враждебными действиями и санкциями недружественных стран в 2022 г. мы наблюдали временный спад российской экономики. Валовой внутренний продукт (ВВП) России снизился на 2,1 % относительно 2021 г., замедлился темп роста инвестиций в основной капитал — от 8,6 % в 2021 г. до 4,6 % в 2022 г.; несмотря на позитивные тренды во многих отраслях и в экономике в целом в 2023 г., все это служит поводом для тестирования активов компании на обесценение в соответствии со стандартом МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» и может стать поводом к признанию обесценения гудвилла российскими компаниями.

Дополнительные вопросы связаны с уходом зарубежных компаний с российского рынка. Примеры признанных убытков зарубежными инвесторами раскрыты нами в заключительной части статьи.

## Обзор данных о гудвилле в России и мире в целом

### Глобальная аналитика

Сводные данные по общим суммам признанного на балансе гудвилла и трендам изменений в течение последних лет можно привести по различным источникам: выгрузкам из финансовой отчетности крупнейших компаний, обзорам международных консультантов, аналитическим выгрузкам профессора А. Дамодарана и т. д. В частности, на основе данных сайта профессора А. Дамодарана о гудвилле и обесценении последнего в 2022 г. можно представить сводную таблицу по отраслям с наибольшим совокупным размером гудвилла. Общая выборка А. Дамодарана основана на 48 тыс. публичных компаний в 94 отраслях. Авторы выбрали 25 отраслей с наибольшим значением гудвилла на балансе по состоянию на 31 декабря 2022 г., как показано в таблице 1.

На конец 2022 г. совокупный гудвилл по всей выборке составил 8 442 млрд долл. США, гудвилл по 25 избранным отраслям — 5 454 млрд долл. США (65 % от всех отраслей), на пять крупнейших по размеру гудвилла отраслей приходится 22 % от общего объема. Доля гудвилла в общих активах по данным отраслям составляет 2,5–30,2 % на конец 2022 г. (без учета

отраслей финансового сектора, в которых даже значительные суммы гудвилла формируют менее 1 % от активов). Из таблицы 1 видно, что наибольшее значение гудвилла на балансе компаний по состоянию на 31 декабря 2022 г. сформировалось у компаний из отраслей здравоохранения и фармацевтики, программного обеспечения, телекоммуникационных компаний, а также банков. Это может быть вызвано завышенными ожиданиями покупателей к компаниям из этих отраслей, в том числе на фоне роста их денежных потоков во время пандемии 2020–2021 гг.

В 2022 г. суммарно по мировой выборке из 48 тыс. компаний значение гудвилла на балансе компаний возросло на 115 млрд долл. США (1,4 %), по выборке — на 85 млрд долл. США (1,5 %), несмотря на то, что в 13 из 25 отраслей выборки изменения отрицательны (в общей сумме — 160,0 млрд долл. США). Аналитика профессора А. Дамодарана включает в себя информацию о признанном обесценении гудвилла. Выборка из десяти отраслей с наибольшим обесценением гудвилла за 2022 г. отражена в таблице 2.

Как следует из таблицы 2, на первые десять отраслей по размеру признанного в 2022 г. обесценения (25 % от общего гудвилла на балансе) приходится 78 млрд долл. США, что составляет 58 % от общего значения по всем отраслям. При этом четыре отрасли из десяти относятся к здравоохранению и фармацевтике. Гудвилл по всей выборке обесценен за 2022 г. на 1,6 % (по отраслям с наибольшим обесценением — на 3,6 %), что в целом выглядит более существенным, чем обесценение гудвилла в предыдущие годы отечественными компаниями.

### Аналитика в отношении российских компаний

Применительно к российским компаниям нами представлены обзоры обесценения гудвилла на базе финансовой отчетности в разные периоды, с 2008 по 2012 г., затем шире, за 2010–2020 гг. Так, в 2021 г. выбрано 500 крупнейших российских компаний по размеру выручки 2020 г. Общие итоги можно представить в таблице 3.

По данным нашего предыдущего анализа, общая сумма гудвилла по состоянию на 31 декабря 2020 г. у 70 признавших гудвилл компаний составляла 1 486 млрд руб., обесценение гудвилла в 2010–2020 гг. признано в 89 случаях, общая

Таблица 1

**Суммарные значения гудвилла в 2022 г. и изменение гудвилла за год в контексте отраслей, млн долл. США**

Table 1. Aggregate goodwill values in 2022 and year-over-year change in goodwill in the context of industries, million USD

Отрасль (на англ. яз. по классификации А. Дамодарана)	Гудвилл	Изменение баланса гудвилла за 2022 г.	Гудвилл, % от «Итого активы»	Итого активы
Healthcare Support Services	429 370	16 536	26,61	1 613 577
Software (System & Application)	428 198	71 969	30,16	1 419 607
Drugs (Pharmaceutical)	385 125	(20 026)	17,53	2 197 039
Telecom. Services	313 986	(56 844)	11,65	2 694 538
Bank (Money Center)	310 881	(14 417)	0,29	106 352 968
Diversified	293 668	3 664	5,62	5 227 298
Healthcare Products	257 496	11 694	28,24	911 711
Information Services	248 793	19 242	30,15	825 287
Food Processing	244 461	(4 079)	14,00	1 746 041
Semiconductor	208 411	28 631	14,30	1 457 294
Entertainment	199 684	20 536	22,70	879 813
Aerospace/Defense	194 790	(5 695)	16,59	1 174 009
Financial Svcs (Non-bank & Insurance)	185 937	29 076	0,71	26 300 352
Business & Consumer Services	179 628	(157)	25,98	691 379
Chemical (Specialty)	176 068	(3 095)	12,84	1 371 512
Healthcare Information and Technology	166 982	714	32,81	508 910
Computer Services	157 958	(3 147)	18,36	860 536
Power	153 747	(8 365)	2,54	6 063 111
Banks (Regional)	148 451	18 350	0,98	15 212 127
Electrical Equipment	143 821	8 847	11,58	1 241 880
Investments & Asset Management	130 111	15 558	3,69	3 530 352
Cable TV	130 004	(14 511)	19,94	651 956
Telecom (Wireless)	127 848	(11 801)	7,42	1 722 327
Construction Supplies	121 538	(6 850)	6,33	1 918 942
Household Products	117 951	(11 075)	18,66	632 191
<b>Итого по 25 отраслям</b>	<b>5 454 908</b>	<b>84 757</b>	<b>2,91</b>	<b>187 204 757</b>
<b>Итого по всем отраслям</b>	<b>8 442 413</b>	<b>114 912</b>	<b>3,06</b>	<b>275 871 939</b>

Источник: Data / Archived data, Current data / Goodwill and Impairment // Сайт А. Дамодарана. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 15.08.2023).

сумма обесценения равна 488 млрд руб. за период в целом (то есть треть от оставшейся суммы гудвилла). Отношение годовых значений списания гудвилла к чистым активам составляло до 0,3–0,5 % только в некоторые периоды, вклад убытка от обесценения в снижение чистой прибыли компаний — около 1,5 %.

В текущих условиях повторить анализ в объемах прошлых исследований не представляется возможным с учетом ограниченного объема информации (публикации финансовой отчетности компаний в общем доступе). В этой связи нами предпринята попытка анализа доступной информации последовательно по данным за 2021 и 2022 гг.

*Гудвилл и обесценение гудвилла в 2021 г.*

Для понимания общей суммы гудвилла и иных ключевых показателей крупнейших компаний на российском рынке в 2021 г. нами подготовлена выборка из 33 компаний в списке крупнейших компаний по размеру активов за 2021 г., по которым обнаружена финансовая отчетность в открытом доступе. Преимущественно данные компании имеют на балансе существенные суммы гудвилла или придерживались активной политики слияния и поглощения в последние несколько лет (Сбербанк, Яндекс, ВТБ и др.), хотя у восьми компаний из выборки крупнейших компаний гудвилл на балансе отсутствует.

**Отрасли с наибольшим обесценением гудвилла за 2022 г.**

Table 2. Industries with the highest goodwill impairment for 2022

Отрасль (на англ. яз. по классификации А. Дамодарана)	Гудвилл, млн долл. США	Обесценение гудвилла за год, млн долл. США	Обесценение, % от гудвилла
Healthcare Information and Technology	166 982	14 006	8,39
Cable TV	130 004	9 970	7,67
Retail (Online)	60 119	9 057	15,07
Telecom. Services	313 986	7 902	2,52
Business & Consumer Services	179 628	6 973	3,88
Healthcare Support Services	429 370	6 903	1,61
Healthcare Products	257 496	6 719	2,61
Real Estate (Operations & Services)	39 990	5 935	14,84
Drugs (Pharmaceutical)	385 125	5 268	1,37
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	185 937	5 208	2,80
Итого по 10	2 148 637	77 941	3,63
Итого	8 442 413	133 839	1,59

Источник: Data / Archived data или Current data / Goodwill and Impairment // Сайт А. Дамодарана. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 15.08.2023).

**Обесценение гудвилла в 2010–2020 гг.**

Table 3. Goodwill impairment in 2010–2020

Показатель/год	2010	...	2020
Компании с гудвиллом, ед.	52		70
Итого сумма гудвилла, млрд руб.	711		1 486
Компании, признавшие обесценение гудвилла, ед.	3		13
Сумма признанного обесценения гудвилла, млрд руб.	-5,2		-50,2

Основываясь на сведениях из опубликованной консолидированной отчетности компаний, мы создали таблицу 4. В ней представлены основные показатели финансового состояния компаний: выручка, EBITDA, итоговые активы компании и собственный капитал акционеров, а также сумма гудвилла на балансе в отчетности за 2020 и 2021 гг. Для понимания значимости выбранных компаний в экономике в целом укажем, что суммарная выручка этих компаний в 2021 г. составила около 56,2 трлн руб. (при ВВП России за 2021 г. около 130,8 трлн руб. согласно данным Росстата<sup>1</sup>). Компании в таблице 4 отсортированы по убыванию общей стоимости активов на балансе по состоянию на 31 декабря 2021 г.

В таблице 4 представлены данные о компаниях за 2021 г. и по состоянию на 31 декабря 2021 г. Становится очевидным, что

<sup>1</sup> Вторая оценка ВВП за 2021 г. // Федеральная служба государственной статистики (Росстат). URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/313/document/160621> (дата обращения: 15.08.2023).

по сравнению с 2020 г. (более детальная информация представлена в таблице 5) сумма гудвилла в компаниях относительно данной выборки увеличилась на 113 млрд руб., а общая сумма EBITDA нефинансового сектора возросла на 90 % за год. Рентабельность по EBITDA возросла от 19 % до 25 %. Неожиданным фактом для нас стало крайне незначительное обесценение гудвилла в 2021 г., признанное указанными компаниями. Более точная информация о балансовом значении гудвилла, обесценении и ставках, которые раскрыли компании с гудвиллом на балансе, содержится в таблице 6. Информация размещена в порядке убывания стоимости гудвилла.

К наиболее очевидным причинам незначительного обесценения могут быть отнесены следующие.

1. Основными показателями, используемыми компаниями при тестировании гудвилла на балансе на обесценение и раскрываемыми в отчетности на базе проведенного анализа, являются ключевые показатели результативности операционной деятельности:

Таблица 4

## Основные финансовые показатели крупнейших компаний в 2021 г., млрд руб.

Table 4. Key financial indicators of the largest companies in 2021, bln. rub.

Компания	Итого активы	Итого капитал	Доход/выручка	ЕВИТДА	Гудвилл на 31 декабря 2021 г.	Гудвилл на 31 декабря 2020 г.
ПАО «Сбербанк»	41 166	5 639	3 494	н/п*	53	49
ПАО «Газпром»	27 047	16 867	10 241	3 687	121	120
ПАО «Банк ВТБ»	20 859	2 184	1 457	н/п	119	118
ПАО НК «Роснефть»	16 457	5 532	8 761	2 330	82	82
ПАО НК «Лукойл»	6 865	4 515	9 435	1 404	15	26
ПАО «Газпром нефть»	4 960	2 348	3 068	892	29	40
ПАО «Новатэк»	2 458	1 894	1 157	336	Нет	Нет
МКРАО En+ Group	1 936	429	1 049	297	152	150
ПАО АФК «Система»	1 759	85	773	278	89	57
ПАО «ГМК «Норильский никель»»	1 741	274	1 317	776	Нет	Нет
МКПАО «ОК Русал»	1 553	782	891	215	169	168
ПАО «Татнефть»	1 502	938	1 205	292	Нет	Нет
X5 Retail Group NV	1 287	88	2 205	268	105	105
ПАО «Магнит»	1 209	179	1 856	214	92	27
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	1 187	-162	468	32	Нет	Нет
ПАО «Ростелеком»	1 103	187	580	214	48	45
ПАО «Аэрофлот — Российские авиалинии»	1 090	52	319	34	Нет	Нет
ПАО «ПИК — специализированный застройщик»	1 061	257	488	144	1	0
ПАО «Мобильные телесистемы»	1 016	10	534	229	43	38
ПАО «РусГидро»	930	620	460	122	0	0
ПАО АНК «Башнефть»	916	556	852	157	Нет	Нет
ПАО «НЛМК»	903	476	1 191	534	16	16
ПАО «МегаФон»	788	225	354	147	36	31
EVRAZ plc	732	153	1 052	373	34	34
ПАО «ММК»	722	468	873	316	Нет	Нет
ПАО «Северсталь»	644	313	835	440	1	1
ПАО «Полюс»	595	258	365	259	Нет	Нет
Yandex NV	515	258	356	32	118	104
ПАО «М.Видео»	443	23	476	39	50	49
ПАО «Группа ЛСР»	349	93	131	34	3	3
VK Group	298	170	82	18	138	136
ПАО «Белуга Групп»	78	26	75	10	4	4
ПАО «Сегежа»	74	46	92	29	0	0
Итого по 33 компаниям	144 245	45 783	56 495	14 151	1 516	1 403

Источник: составлено авторами на основе отчетности компаний по МСФО.

\* н/п — не применимо.

## Данные о компаниях выборки за 2020 г., млрд руб.

Table 5. Data on sample companies for 2020, bln. rub.

Компания	Итого выручка	ЕВИТДА	Чистая прибыль	Итого активы	Итого капитал	Накопленное обесценение гудвилла	Гудвилл
ПАО «Газпром»	6 322	1 467	162	23 352	14 238	-14	120
ПАО НК «Роснефть»	5 757	1 209	166	15 353	4 691	-11	82
ПАО НК «Лукойл»	5 639	687	17	5 992	4 123	-11	26
ПАО «Сбербанк»	3 478	н/п*	760	36 016	5 045	-1	49
ПАО «Газпром нефть»	2 000	415	121	4 259	2 085	Нет	40
X5 Retail Group NV	1 978	244	28	1 173	95	-66	105
ПАО «Магнит»	1 554	178	33	945	183	Нет	27
ПАО «ГМК “Норильский никель”»	1 117	552	264	1 529	297	Нет	Нет
ПАО «Банк ВТБ»	1 113	н/п	81	18 142	1 723	Нет	118
ПАО «Татнефть»	796	197	103	1 263	828	Нет	Нет
МКРАО En+ Group	765	137	83	1 674	448	Нет	150
EVRAZ plc	721	163	63	643	58	Нет	34
ПАО «Новатэк»	712	156	79	2 059	1 620	Нет	Нет
ПАО АФК «Система»	692	228	38	1 421	65	-23	57
ПАО «НЛМК»	665	196	91	728	349	Нет	16
МКПАО «ОК Русал»	633	64	56	1 284	483	-33	168
ПАО «Ростелеком»	547	192	25	1 000	180	-6	45
ПАО АНК «Башнефть»	533	33	-12	788	471	Нет	Нет
ПАО «Северсталь»	507	174	75	546	201	-1	1
ПАО «Мобильные телесистемы»	495	219	61	919	29	-7	38
ПАО «ММК»	472	110	45	553	338	Нет	Нет
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	432	53	-166	979	-152	Нет	Нет
ПАО «М.Видео»	418	47	7	397	34	Нет	49
ПАО РусГидро	383	121	47	942	600	Нет	0
ПАО «Полюс»	364	262	123	539	174	Нет	Нет
ПАО «ПИК — специализированный застройщик»	357	81	62	595	156	Нет	0
ПАО «МегаФон»	332	148	27	774	234	Нет	31
ПАО «Аэрофлот — Российские авиалинии»	302	33	-123	1 016	-108	Нет	Нет
Yandex NV	218	37	24	516	326	Нет	104
VK Group	101	19	-21	291	180	-11	136
Итого	39 401	7 424	2 317	125 689	38 993	-186	1 395

Источник: составлено авторами на основе опубликованной отчетности компаний по МСФО, доступной на момент подготовки статьи. Значения могут отличаться от представленных ранее раскрытий (до 2022 г.).

\*н/п — не применимо.

**Обесценение гудвилла и ставка дисконтирования для тестирования гудвилла на обесценение по данным компаний в 2021 г., млн руб. и %**

Table 6. Goodwill impairment and discount rate for testing goodwill for impairment according to the companies' data in 2021, million rub. and %

Компания	Гудвилл на 31 декабря 2021 г.	Ставка дисконтирования доналоговая, %	Обесценение гудвилла за период
МКРАО En+ Group	151 631	11,4–13 (для потоков, выраженных в долл. США)	Нет
VK Group	138 414	17,4–22,6	Нет
МКПАО «ОК Русал»	134 454	10,8–16,5	Нет
ПАО «Газпром»	120 768	5,8–14,8	Нет
ПАО «Банк ВТБ»	118 900	12,5–13,1	Нет
X5 Retail Group NV	105 028	13,4	980
ПАО «Магнит»	92 291	13,6	Нет
ПАО АФК «Система»	89 120	9,9–13,6	139
ПАО НК «Роснефть»	82 000	10,4–14,1	Нет
ПАО «М.Видео»	50 007	15	Нет
ПАО «Ростелеком»	48 102	11,66–18,96	750
ПАО «Мобильные телесистемы»	42 819	9,9–13,6	Нет
ПАО «Газпром нефть»	28 640	9,9	Нет
ПАО «НЛМК»	15 693	9,7–14,7	Нет
ПАО НК «Лукойл»	15 260	7,5–9	9 397
ПАО «Белуга Групп»	3 633	11,6	Нет
ПАО «Группа ЛСР»	3 335	14,5–19,55	Нет
ПАО «ПИК — специализированный застройщик»	839	11,5–21,3	Нет
ПАО «РусГидро»	481	12,5–13,7	Нет
Итого	1 193 313		11 266

Источник: составлено авторами на основе общедоступной отчетности компаний по МСФО.

валовая маржа или рентабельность по EBITDA, рост выручки. При прогнозе денежных потоков и построении модели дисконтированных денежных потоков компании основываются на показателях базового года. Из анализа финансовой отчетности становится понятным, что выручка увеличилась на 43 %, суммарный показатель EBITDA по компаниям возрос на 90 %, рентабельность по EBITDA также увеличилась. Наибольший рост выручки и EBITDA демонстрируют компании нефтегазовой отрасли, в частности ПАО АНК «Башнефть», ПАО «Газпром», ПАО НК «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», и компании металлургической отрасли: Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), ПАО «НЛМК», ПАО «Северсталь» и EVRAZ plc. Данные изменения оказывают положительное влияние на стоимость активов при тестировании на обесценение. 2021 г. был в целом благоприятным после сложного 2020 г.

2. Как указано ранее в статье, компании зачастую оптимистично оценивают шансы

на возмещение гудвилла. При консервативном подходе к оценке стоимости активов и бизнеса сумма убытков от обесценения могла бы быть больше.

3. Еще один показатель, важный для оценки гудвилла компании на обесценение, — ставка дисконтирования. В соответствии с требованиями МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» компании, имеющие на балансе гудвилл, обязаны раскрывать в отчетности доналоговые ставки дисконтирования, которые использовались для проведения теста на обесценение. Как и в 2020 г., нами проведен обзор финансовой отчетности компаний, имеющих гудвилл на балансе и раскрывающих ставку дисконтирования, которая применена для теста на обесценение. Результаты представлены в таблице 6.

Как и в предыдущих обзорах, необходимо обратить внимание на то, что, согласно МСФО № 36, компании должны раскрывать в отчетности значение доналоговой ставки дисконтирования. Далеко не все компании раскрывают в отчетности тип ставки

(доналоговые или посленалоговые, иные предпосылки). Поэтому нами сделано допущение: если не указано иное, то предполагается, что ставка является доналоговой, номинальной и номинированной в валюте отчета (рублях).

Из таблицы 6 становится понятным, что в среднем размер данных ставок в 2021 г. возрос в сравнении с 2020 г. Однако во многих случаях рост не выглядит критичным. По данным более раннего исследования Н. В. Цехомского и Д. В. Тихомирова, в 2020 г. ставка дисконтирования находилась в широком диапазоне 4,9–22,3 %, но значения квартилей (с первого по третий) ограничены диапазоном 10,0–13,6 %, средняя ставка по 25 компаниям составила 11,6 %. В 2021 г. значения квартилей (с первого по третий) находятся в интервале от 11,6 % до 13,6 %, средняя ставка по 18 компаниям составила 12,4 %.

#### *Гудвилл и обесценение гудвилла в 2022 г.*

В 2022 г. произошли значительные изменения геополитического характера, географии деятельности многих компаний и инвесторов. В этих условиях интересен анализ обесценения в двух аспектах: признанного обесценения в финансовой отчетности российских компаний (был ожидаем рост обесценения с учетом роста рисков и неопределенностей, корректировок прогнозов развития, роста ставок по внешним заимствованиям и ставок дисконтирования) и признанного обесценения в финансовой отчетности зарубежных компаний и инвесторов в результате резкого ухода с российского рынка.

В аспекте обесценения в отчетности российских компаний по итогам 2022 г. можно указать следующее. Во-первых, спад экономики в целом оказался незначительным по сравнению с ожиданиями «западных партнеров» первой половины 2022 г. По данным Росстата, снижение ВВП составило около 2,1 %, инфляция равна 11,9 %. Большинство аналитиков ожидают восстановления в 2023 г. Так, по данным МВФ, прогнозируется рост ВВП на 1,5 %, по данным ВЭБ.РФ — рост ВВП на 2,3 %. Очевидно, в таких условиях обесценение может быть обусловлено определенными негативными фактами ведения бизнеса или отрасли, а не общими макроэкономическими факторами.

Во-вторых, незначительное число компаний раскрыли свою финансовую отчет-

ность по итогам 2022 г. В ноябре 2022 г. вышло постановление Правительства РФ № 2131 «О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 12 марта 2022 г. № 351», согласно которому компании могут не публиковать отчетность в открытом доступе.

В связи с изменением законодательства данные многих компаний из выборок прошлых лет оказались недоступны для проведения исследования изменений в 2022 г. По состоянию на август 2023 г. в общем доступе обнаружена финансовая отчетность десяти компаний из рассмотренных ранее перечней. Из имеющейся в открытом доступе финансовой отчетности за 2022 г. можно увидеть, что доналоговая ставка дисконтирования, используемая для проведения теста на обесценение гудвилла, продолжила рост, как следует из таблицы 7, средняя доналоговая ставка дисконтирования составила 15,5 %. При этом единственной компанией, раскрывшей значительный убыток от обесценения в 2022 г., является ПАО «Магнит».

Как видно из таблицы 7, ставки дисконтирования, раскрытые в финансовой отчетности для рублевых доналоговых потоков, находились в диапазоне от 9,75 % до 20,5 %. Среднее значение составляет около 16 %. С учетом ограниченного количества компаний расчет квартилей выглядит нецелесообразным.

#### *Итоги выхода зарубежных компаний из России: избранные примеры*

Как указано ранее в статье, помимо анализа отчетности российских компаний важно рассмотреть раскрытия по обесценению гудвилла в отчетности зарубежных компаний, которые вышли из российских активов. В 2022 г. в соответствии с Указом Президента РФ № 79 от 28 февраля 2022 г., Указом Президента РФ № 81 от 1 марта 2022 г. и постановлением Правительства РФ от 6 марта 2022 г. № 295 создана подкомиссия Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в России.

Подкомиссия Минфина России приняла четыре обязательных условия для одобрения сделок по продаже иностранных активов в нашем государстве: для осуществления сделки необходимо наличие независимой оценки стоимости активов; продажа актива должна происходить с дис-

## Обесценение гудвилла и ставка дисконтирования на примере ряда компаний в 2022 г.

Table 7. Goodwill impairment and discount rate for testing goodwill for impairment by example of a number of companies in 2022

Компания	Гудвилл на 31 декабря 2022 г., млн руб.	Доналоговая ставка дисконтирования, %	Обесценение гудвилла за период, млн руб.
МКРАО En+ Group	156 149	11,5–17,5 (для потоков, выраженных в долл. США)	Нет
МКПАО «ОК Русал»	139 620	17,5	Нет
ПАО «Газпром»	130 585	9,75–19,50	Нет
X5 Retail Group NV	112 929	15,92	275
ПАО АФК «Система»	100 063	12,3–20,4	489
ПАО «Магнит»	67 029	20,54	26 512
ПАО «М.Видео»	50 007	15,7	Нет
ПАО «Белуга Групп»	3 633	13,8	Нет
ПАО «Группа ЛСР»	3 335	14,5–19,55	Нет
ПАО «РусГидро»	481	11,9–13,7	Нет
Итого	771 107		27 276

Источник: составлено авторами на основе общедоступной отчетности компаний по МСФО.

контом в размере не менее 50 % от стоимости, определенной в ходе независимой оценки; должны быть установлены ключевые показатели эффективности (КПИ) для покупателей активов; наличие рассрочки платежа для покупателя на один-два года, либо уплата добровольного взноса в федеральный бюджет в размере не менее 10 % от суммы сделки. Данные положения привели к тому, что сделки по продаже иностранных активов проходили с существенным дисконтом относительно справедливой стоимости компании.

Такие выходы могут быть выгодны для отечественных инвесторов, приобретающих активы с дисконтом, но одновременно могут приводить к необходимости признания обесценения иностранными инвесторами. Дополнительно после резкого осложнения геополитической обстановки и недружественных действий ряда стран в России приняты меры по регулированию иностранных инвестиций и выходу иностранных инвесторов из российских активов. Согласно Указу Президента РФ от 5 августа 2022 г. № 520 «О применении специальных экономических мер в финансовой и топливно-энергетической сферах, в связи с действиями некоторых иностранных государств и международных организаций» иностранцам из недружественных стран запрещено продавать доли в стратегически важных российских компаниях. К стратегически важным предприятиям относятся

банки и предприятия топливно-энергетического комплекса. Не допускаются сделки по покупке и продаже долей в компаниях, «включенных в перечень стратегических предприятий и стратегических акционерных обществ». Все сделки, совершенные в обход Указа, будут признаны недействительными. Одобрить сделку может только лично Президент РФ.

С целью понимания результатов крупнейших сделок на основе общедоступной информации нами выделено пять крупных сделок по выходу зарубежных инвесторов, проведен анализ их раскрытий в опубликованной финансовой отчетности по зарубежным стандартам. Сводная информация представлена в таблице 8.

Таким образом, признанные убытки только пяти компаний в результате подходов и действий недружественных стран и выхода из российских активов составили около 8 млрд долл. США. В числе наиболее крупных сделок по выходу зарубежных инвесторов на основе общедоступной информации можно указать следующие: Ball Corporation — реализация российских активов Ball (металлургия), Amcor Ltd — реализация ООО «Амкор Спешиелти Картонз Новгород», ООО «Амкор Флексиблз Новгород» и других активов (лесная промышленность, производство упаковки), Sylvamo Corporation — реализация Светогорского целлюлозно-бумажного комбината (ЦБК), Eurasia Drilling Company Limited (EDC) —

**Сделки по выходу зарубежных инвесторов**

Table 8. Transactions on exit of foreign investors

№	Продавец	Объект	Отрасль	Раскрытие убытков от выходов/обесценения в финансовой отчетности за 2022 г.
1	Mercedes-Benz AG	Российский бизнес Mercedes	Машиностроение	Точное значение обесценения/переоценки не представлено. Отчетность включает в себя следующие раскрытия/пояснения: – 2 марта 2022 г. Mercedes-Benz Group приняла решение приостановить реализацию автомобилей в Россию и закрыть производство в России. Составлены планы по продаже акций в российских компаниях, что приводит к убытку Mercedes-Benz Group AG в сумме 440 млн евро (переоценка акций российских подразделений Mercedes-Benz Group AG в сумме 69 млн евро, Mercedes-Benz AG and Mercedes-Benz Mobility AG в сумме 231 млн евро, переоценка дебиторской задолженности, связанной с российскими компаниями у Mercedes-Benz AG в сумме 106 млн евро) (с. 11 отчетности); – статья Income/expense from investments in subsidiaries and associated companies net включает в себя расход по обесценению (Impairments of investments in subsidiaries and associated companies) в сумме 695 млн евро. Указано, что обесценение относится преимущественно к Mercedes-Benz Bank AG и KAMAZ PAO (с. 23 отчетности). Детальная расшифровка отсутствует. При этом в отчете аудитора указано обесценение вложений в дочерние организации в сумме 504 млн евро, без расшифровок/деталей по активам (с. 56 отчетности)
2	Группа Renault	Российские активы группы Renault (АО «АвтоВАЗ» и ЗАО «Рено Россия»)	Машиностроение	Представлена ключевая информация в аспекте обесценения и убытков иностранных инвесторов от выходов: – 16 мая 2022 г. Renault Group приняла решение о выходе из российских активов (с. 17 отчетности). Группа в начале 2022 г. признала обесценение по инвестициям AVTOVAZ в сумме 2 195 млн евро, однако затем договорилась о реализации инвестиции и уточнила раскрытия. Итоговый убыток от сегмента составил 2 320 млн евро (с. 27, 28 отчетности); – в отчетности указан убыток обесценения инвестиции в RN Bank в сумме 119 млн евро (с. 17 отчетности); – группа реклассифицировала операции с российскими компаниями (AVTOVAZ и Renault Russia) в отдельное раскрытие, согласно МСФО 5, и в 2021 г. В результате выделения пересмотрены операционные показатели за 2021 г.: операционный доход по основной деятельности снижен с 365 до 2 млн евро, ROCE снижен с 3,4 % до 0 (с. 13 отчетности за 2021 г. и с. 14, 15 отчетности за 2022 г.). Операционный доход исключенного российского сегмента в 2021 г. сформировал 510 млн евро
3	Societe Generale	ПАО «Росбанк»	Финансовые институты	В апреле 2022 г. Группа приняла решение о приостановке деятельности в России и продаже инвестиций (Росбанк и страховой бизнес). Группа раскрыла убыток от выбытия активов в размере 3,3 млрд евро (с. 30 отчетности). Кроме того, Группа реклассифицировала финансовые активы, связанные с российскими компаниями стоимостью около 2 млрд евро в категорию более высокого риска (с. 24 отчетности)
4	Nissan Motor Co., Ltd.	ООО «Ниссан Мануфэкчуринг Рус» (все российские активы Nissan — автозавод, центр продаж и маркетинга)	Машиностроение	Компания публикует финансовую отчетность по стандартам учета и отчетности Японии. В отчетности указан внереализационный убыток (net special losses) в размере 113 млрд иен (818 млн евро по среднему курсу за 2022 г. около 1 евро / 138 иен), который преимущественно вызван выходом из российского сегмента (с. 4 отчетности). На с. 16 отчетности указана общая сумма убытков от ухода с российского рынка в размере 120 млрд иен
5	Enel S.p.A.	ПАО «Энел Россия»	Электроэнергетика	В октябре 2022 г. Enel вышла из всех активов по генерации электроэнергии в России: закрыла сделку по продаже своей доли (56,43 %) в ПАО «Энел Россия», ПАО «Лукойл» и ЗКПИФ «Газпромбанк — Фрезия» (с. 9 отчетности). Общий убыток от выхода из российского сегмента составил 1 551 млн евро: эффекты от пересчетов валютных курсов в размере 1 054 млн евро и обесценение 497 млн евро (с. 166, 327 отчетности)

Источник: составлено авторами на основе общедоступной отчетности компаний по МСФО.

ООО «Буровая компания «Евразия»» (БКЕ), Siemens AG — ООО ЛК «Сименс Финанс» и др.

## Выводы

В статье рассмотрен один из возможных подходов к анализу успешности осуществленных сделок по слияниям и поглощениям компаний: на базе общедоступных источников проведен обзор обесценения гудвилла, признанного российскими компаниями в 2021 и 2022 гг., а также иностранными инвесторами при выходе из российских активов в 2022 г.

В качестве ключевого вывода можно указать, что, несмотря на проблемы спада экономической активности после коронавирусных ограничений 2020 г. и резкое обострение геополитической обстановки в 2022 г., недружественные действия «зарубежных партнеров», ситуация остается стабильной:

- крупнейшие компании, оказавшиеся в нашей выборке, продолжают демонстрировать стабильные финансовые показатели, рост выручки и рентабельности;
- увеличение странового риска в восприятии инвесторов коллективного Запада и санкции против российской экономики привели к ряду рисков и неопределенностей, росту ставок дисконтирования компаний, что для некоторых компаний вместе с иными факторами все-таки способствовало признанию убытка от обесценения;
- при этом количество компаний, признавших обесценение в 2021–2022 гг. в публикуемой отчетности и суммы такого обесценения, выглядят незначительным. Из существенных сумм можно выделить лишь признанное ПАО «Магнит» обесценение гудвилла в сумме 26,5 млрд руб.;
- в 2022 г. многие компании перестали раскрывать финансовую отчетность, что

ограничило данный обзор и в будущем усложнит проведение анализа рынка M&A на основе данных из отчетности. Из перечня более 30 компаний предыдущих периодов в общем доступе обнаружена финансовая отчетность лишь десяти компаний. Следует отметить, что ряд компаний, не раскрывших финансовую отчетность за 2022 г., опубликовали промежуточные результаты в 2023 г. Например, ПАО НК «Роснефть» опубликовала краткие итоги по результатам первого квартала 2023 г. по МСФО, ПАО АФК «Система» — презентацию и пресс-релиз за первый квартал 2023 г. Следовательно, станет возможным проведение более полного анализа в будущем;

- средняя ставка дисконтирования, используемая для теста на обесценение по компаниям выборки, возросла с 11,6 % до 16,0 %;
- значительное обесценение можно наблюдать в финансовой отчетности зарубежных инвесторов, покинувших российский рынок. Только пять рассмотренных нами компаний (Mercedes-Benz AG, Группа Renault, Societe Generale, Nissan Motor Co. Ltd, Enel S.p.A.) признали обесценение в общей сумме около 8 млрд евро (0,6 трлн руб.).

Кроме тенденций 2021–2022 гг. необходимо акцентировать внимание на том, что при проведении теста на обесценение применены ставки дисконтирования и темпы роста, которые во многом зависят от профессионального суждения оценщиков. Таким образом, тест на обесценение может быть субъективным, а его результаты имеют высокую чувствительность к применяемым предпосылкам. Зачастую компании стремятся, если возможно, не отражать убыток от обесценения, особенно если ожидают в будущем роста и восстановления денежных потоков от приобретаемых компаний.

## Список источников

1. Бровкин А. В., Медведева Н. И. Сравнительный анализ методов оценки эффективности международных сделок слияний и поглощений // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Т. 8. № 8А. С. 165–172.
2. Абузов Р. М., Григорьева С. А. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2015. Т. 19. № 2. С. 199–217.
3. Паштова Л. Г., Маймулов М. С. Эффективность рынка M&A в России: проблемы и перспективы // Финансы: теория и практика. 2020. Т. 24. № 1. С. 76–86. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86

4. Цехомский Н. В., Тихомиров Д. В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010–2020 гг. (методы анализа и текущее состояние) // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2021. № 5. С. 44–53.
5. Цехомский Н. В., Тихомиров Д. В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010–2020 гг. (тенденции и выводы) // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2021. № 6. С. 23–27.
6. Bahreini D., Bansal R., Finck G., Firouzgar M. Done deal? Why many large transactions fail to cross the finish line // McKinsey & Company. August 5. 2019. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/done-deal-why-many-large-transactions-fail-to-cross-the-finish-line> (дата обращения: 01.09.2023).
7. Why half of all M&A deals fail, and what you can do about it // Forbes. March 19. 2012. URL: <https://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2012/03/19/why-half-of-all-ma-deals-fail-and-what-you-can-do-about-it/?sh=76ea90827549> (дата обращения: 01.09.2023).
8. M&A report 2021 // Bain & Company. 2021. URL: <https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/2021> (дата обращения: 01.09.2023).
9. Соколова Л. В., Тихомиров Д. В. Снижение стоимости активов в финансовой отчетности компаний: тенденции и перспективы // Финансовая газета. 2011. Март. С. 15.
10. Тихомиров Д. В. Обесценение активов: проблемы оценки и отражения в финансовой отчетности // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2010. № 3. С. 7–16.
11. Тихомиров Д. В. Обесценение активов в отчетности компаний: требования стандартов и итоги 2008–2010 годов в мире и России // Международный бухгалтерский учет. 2011. № 36. С. 2–11.
12. Тихомиров Д. В. Отражение обесценения активов в финансовой отчетности компаний: вопросы методологии и тенденции 2008–2010 гг. // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2012. № 4. С. 31–41.

### References

1. Brovkin A.V., Medvedeva N.I. Comparative analysis of methods for evaluating the effectiveness of international mergers and acquisitions. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*. 2018;8(8A):165-172. (In Russ.).
2. Abuzov R.M., Grigorieva S.A. The performance of mergers and acquisitions in developed capital markets of Western Europe. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = The HSE Economic Journal*. 2015;19(2):199-217. (In Russ.).
3. Pashtova L.G., Maimulov M.S. M&A market efficiency in Russia: Problems and prospects. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(1):79-86. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86
4. Tsekhomsky N.V., Tikhomirov D.V. Goodwill and return on M&A: Financial statements results for 2010-2020 (analysis methods and current status). *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. 2021;(5):44-53. (In Russ.).
5. Tsekhomskii N.V., Tikhomirov D.V. Goodwill and return on M&A: Financial statements results for 2010-2020 (trends and conclusions). *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. 2021;(6):23-27. (In Russ.).
6. Bahreini D., Bansal R., Finck G., Firouzgar M. Done deal? Why many large transactions fail to cross the finish line. McKinsey & Company. Aug. 05, 2019. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/done-deal-why-many-large-transactions-fail-to-cross-the-finish-line> (accessed on 01.09.2023).
7. Why half of all M&A deals fail, and what you can do about it. Forbes. Mar. 19, 2012. URL: <https://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2012/03/19/why-half-of-all-ma-deals-fail-and-what-you-can-do-about-it/?sh=76ea90827549> (accessed on 01.09.2023).
8. M&A report 2021. Bain & Company. 2021. URL: <https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/2021> (accessed on 01.09.2023).
9. Sokolova L.V., Tikhomirov D.V. Decrease in the value of assets in the financial statements of companies: Trends and prospects. *Finansovaya gazeta*. 2011;(March):15. (In Russ.).
10. Tikhomirov D.V. Impairment of assets: Problems of valuation and financial reporting. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo universiteta ekonomiki i finansov*. 2010;(3):7-16. (In Russ.).
11. Tikhomirov D.V. Impairment of assets in company reporting: Requirements of standards and results of 2008-2010 in the world and Russia. *Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet = International Accounting*. 2011;(36):2-11. (In Russ.).
12. Tikhomirov D.V. Impairment of assets in the financial statements: Methodology trends for 2008-2010. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo universiteta ekonomiki i finansov*. 2012;(4): 31-41. (In Russ.).

## Сведения об авторах

### Николай Викторович Цехомский

кандидат экономических наук, профессор кафедры теории и практики взаимодействия бизнеса и власти<sup>1</sup>, Первый заместитель председателя — член правления<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

101000, Москва, Мясницкая ул., д. 20

<sup>2</sup> ВЭБ.РФ

125009, Москва, Воздвиженка ул., д. 10

### Дмитрий Викторович Тихомиров

кандидат экономических наук, профессор Школы финансов<sup>1</sup>, директор направления финансового моделирования<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

101000, Москва, Мясницкая ул., д. 20

<sup>2</sup> ВЭБ.РФ

125009, Москва, Воздвиженка ул., д. 10

### Дмитрий Алексеевич Русинов

аналитик группы финансового моделирования Бизнес-блока

ВЭБ.РФ

125009, Москва, Воздвиженка ул., д. 10

Поступила в редакцию 13.09.2023  
Прошла рецензирование 10.10.2023  
Подписана в печать 30.10.2023

## Information about the authors

### Nikolay V. Tsekhomskiy

PhD in Economics, Professor at the Department of the Theory and Practice of Business-Government Interaction<sup>1</sup>, First Deputy Chairman — Member of the Management Board<sup>2</sup>

<sup>1</sup> National Research University "Higher School of Economics"

20 Myasnitskaya st., Moscow 101000, Russia

<sup>2</sup> VEB.RF

10 Vozdvizhenka st., Moscow 125009, Russia

### Dmitriy V. Tikhomirov

PhD in Economics, Professor of the School of Finance<sup>1</sup>, Director of Financial Modeling<sup>2</sup>

<sup>1</sup> National Research University "Higher School of Economics"

20 Myasnitskaya st., Moscow 101000, Russia

<sup>2</sup> VEB.RF

10 Vozdvizhenka st., Moscow 125009, Russia

### Dmitriy A. Rusinov

analyst of the financial modeling group of the Business block

VEB.RF

10 Vozdvizhenka st., Moscow 125009, Russia

Received 13.09.2023  
Revised 10.10.2023  
Accepted 30.10.2023

**Конфликт интересов:** авторы декларируют отсутствие конфликта интересов, связанных с публикацией данной статьи.

**Conflict of interest:** the authors declare no conflict of interest related to the publication of this article.