

# Гудвилл: токсичный актив с благовидным названием

**С.А. ДЗЮБА**, доктор экономических наук, Иркутский национальный исследовательский технический университет. E-mail: dfirk@mail.ru

Отраслевой и региональный анализ накопления гудвилла<sup>1</sup> осуществлён на базе корпоративной финансовой отчётности. Он показывает, что основные массы гудвилла накоплены компаниями США и Европы, а в отраслевом разрезе доминируют компании, которые можно отнести к разряду высокотехнологичных. Эволюция правил финансового учёта косвенно демонстрирует тесную связь накопления гудвилла с наличием финансового пузыря на фондовом рынке.

*Ключевые слова:* гудвилл, обесценивание гудвилла, SFAS 142, эффективность слияний и поглощений

## Взгляд на гудвилл с разных сторон

Деловая репутация – один из важнейших активов компании в современной экономике. Она помогает конкурировать за потребителя, она же способствует снижению транзакционных издержек в отношениях с партнёрами-поставщиками. Такого рода преимущество вполне логично воспринимать как нематериальный актив, получивший название «гудвилл» (goodwill).

Свойство деловой репутации формировать лояльность клиента было сформулировано ещё в XVII в. [1]<sup>2</sup>. С этой точки зрения гудвилл обладает свойствами, присущими бренду. Однако если бренд ассоциируется с маркой конкретной продукции, то гудвилл «привязан» к компании целиком и влияет не только на покупателей, но и на всё её бизнес-окружение. При всей интуитивной понятности гудвилла существует объективная сложность с его финансовым выражением как нематериального актива, поскольку это довольно трудно оценить, кроме того, эта оценка будет обладать значительной неопределённостью во времени. Поэтому в нормативной базе по учёту гудвилла компаний, появившейся

<sup>1</sup> Гудвилл (goodwill) – один из финансовых активов компании, образующийся в результате сделки по слиянию и поглощению. Он воспринимается как признак положительной деловой репутации и сулит владельцу конкурентные преимущества. В действительности же гудвилл формируется как переплата при покупке другой компании, которая при определённых условиях может быть обесценена.

<sup>2</sup> В указанной статье сделан хороший обзор «с древних времён».

только во второй половине XX века, определялось, что гудвилл образуется одновременно только в момент, когда одна компания приобретает другую. Если фактическая сумма сделки превышает оценочную стоимость компании, то это превышение отражалось на балансе как гудвилл покупателя. Таким образом, сделка фактически фиксирует гудвилл как добровольную переплату со стороны покупателя за приобретаемый актив, что фактически позволяет рассматривать его как скрытый убыток.

Сказанное можно наглядно проиллюстрировать на примере приобретения китайской компанией Lenovo Group компании IBM PC Business, дивизиона IBM Corporation по производству персональных компьютеров. Сделка отражена в годовой отчётности обеих компаний, доступной на их сайтах<sup>3</sup>.

Сначала посмотрим, как отражены результаты сделки в отчёте IBM. Из таблицы 1 видно, что часть проданного актива оплачена денежными средствами, часть – акциями покупателя, а ещё часть – передачей покупателю ряда обязательств продавца. По данным IBM, продаваемый актив имеет остаточную стоимость, которая вычтена из дохода по сделке. Заметим при этом, что продаваемый дивизион, по крайней мере, три последних года приносил только убытки, которые составили в 2003–2005 гг. соответственно 349, 10 и 165 млн долл. при среднегодовой величине выручки около 10 млрд долл.<sup>4</sup>

Таблица 1. Оценка результатов сделки по продаже IBM PC Business со стороны IBM, млн долл.

Средства и затраты от сделки	Сумма
Денежные средства	650
Акции Lenovo	542
Передача обязательств	533
Всего доход от сделки	1725
Затраты по сделке	628
Прибыль до налогообложения	1097

Источник: IBM Annual report 2005. – С. 66.

<sup>3</sup> IBM Annual report 2005. URL: [ftp://public.dhe.ibm.com/annualreport/2005/2005\\_ibm\\_annual.pdf](ftp://public.dhe.ibm.com/annualreport/2005/2005_ibm_annual.pdf); Lenovo Annual report 2005/06. URL: <http://www.lenovo.com/ww/lenovo/pdf/annual-interim/2005-2006-annual-report.pdf>

<sup>4</sup> IBM Annual report 2005, Management System Segment View. P. 96.

Образование гудвилла демонстрируется только финансовыми результатами Lenovo. Из таблицы 2 видно, что оценочная стоимость IBM PC Business составила всего 163 млн HKD<sup>5</sup> притом, что выплачено за неё было 10399 млн HKD, в результате чего сумма гудвилла составила 10236 млн HKD. Любопытно также, что учётная стоимость приобретённых активов составляет всего 611 млн HKD (587+24), или около 80 млн долл., но никак не 628, что отражено в затратной части отчётности IBM (это – к вопросу о строгости корпоративного учёта и налоговой дисциплины). Такое сравнение вполне корректно, поскольку доходная часть сделки по данным IBM довольно точно стыкуется с соответствующими позициями в затратной части сделки на стороне Lenovo.

Таблица 2. Оценка результатов сделки по покупке IBM PC Business со стороны Lenovo, млн HKD

Чистые активы и затраты от сделки	Оценочная стоимость (Fair value)	Учётная стоимость (Carrying value)
Денежные средства	24	24
Основные средства	603	587
Нематериальные активы	4735	0
Оборотный капитал	-4334	-4355
Долгосрочные обязательства	-865	-865
Всего полученных чистых активов	163	-4609
Затраты по сделке:		
денежные средства		5411
акции Lenovo, переданные продавцу		4335
прямые затраты		547
корректировка оборотного капитала		106
Общая стоимость приобретения		10399
Гудвилл = 10399–163		10236

Источник: Lenovo Annual report 2005/06. – С. 123.

Чтобы не возникало иллюзий, что за образовавшимся гудвиллом кроется наполнение в виде приобретённых торговых марок или технологий, рассмотрим структуру нематериальных активов, переданных при сделке (табл. 3). Заметим, что на балансе IBM до сделки их не было, они образовались только

<sup>5</sup> Финансовая отчётность Lenovo номинирована в гонконгских долларах (HKD). На момент совершения сделки его курс составлял 0,129 USD за 1 HKD. URL: <http://finance.yahoo.com/currency-converter/#from=HKD;to=USD;amt=1>

при калькуляции оценочной стоимости (см. стр. «Нематериальные активы» в табл. 2).

Таблица 3. Структура нематериальных активов, приобретённых Lenovo, млн НКД

Актив	Сумма
Нематериальные активы от приобретения бизнеса	4735
Торговые марки	3978
Клиентская база	133
Патенты и технологии	624

Источник: Lenovo Annual report 2005/06. – С. 99.

Из таблицы 3 видно, что в оценочную стоимость покупки уже включены потенциальные выгоды от приобретения торговых марок, технологий и клиентской базы, поскольку методика fair value основывается на суммировании будущих дисконтированных потоков. Поэтому гудвилл – это то, что оплачено сверх «справедливой стоимости»<sup>6</sup> потенциальных выгод и поэтому представляет собой благовидное название скрытого убытка.

Сказанное заставляет повнимательнее приглядеться к гудвиллу и его роли в экономике корпораций.

### Эволюция стандартов учёта гудвилла и поведения компаний

В 1970 г. был определён порядок образования и учёта гудвилла<sup>7</sup> при слияниях и поглощениях (merges & acquisitions – M&A, эта стандартная аббревиатура будет использоваться в дальнейшем). В соответствии с ним сделки по приобретению компаний могли осуществляться как методом объединения, при котором происходил перевыпуск акций и гудвилл не образовывался, так и методом покупки, допускавшим образование гудвилла. В последнем случае гудвилл обязательно должен был амортизироваться в течение определённого для него срока жизни. Поэтому

<sup>6</sup> Термин fair value дословно переводится как «справедливая ценность (оценка)».

<sup>7</sup> Два документа, введенные в действие в августе 1970 г. (Accounting Principles Board (APB) Opinion № 16, Business Combinations, APB Opinion № 17, Intangible Assets) предписывали обязательную амортизацию приобретённых нематериальных активов, включая гудвилл, с максимальным сроком до 40 лет. URL: <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aicpa/id/272>; URL: <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aicpa/id/322>

наличие гудвилла всегда обременяло будущие прибыли. С 1995 г. было введено положение, позволявшее при выявлении признаков обесценивания активов списывать их на убытки целиком в единовременном порядке<sup>8</sup>. Под это положение подпадал и гудвилл.

Революционные изменения в нормативной базе учёта произошли в 2001 г. после принятия новых стандартов учёта SFAS 141 и 142<sup>9</sup>. Первый из них вводил запрет на сделки методом объединения и позволял использовать только метод покупки. Обоснованием послужил тезис о том, что методы объединения и покупки приводят к несравнимым финансовым результатам, что негативно сказывается на конкуренции на рынке слияний и поглощений<sup>10</sup>. Фактически это означало, что практически любая покупка бизнеса теперь будет сопровождаться образованием гудвилла. Поэтому второй стандарт столь же радикально изменил порядок его списания: теперь гудвилл вообще не подлежал амортизации, вводилось периодическое тестирование гудвилла на предмет обесценивания на уровне отдельных учётных единиц.

За гладкими мотивационными формулировками нового стандарта скрывался результат нешуточной борьбы за исключение практики объединения как непрозрачного метода M&A сделок. В качестве компенсации его сторонники получили в своё распоряжение непрозрачный метод тестирования обесценивания гудвилла, предоставлявшего широкие возможности для манипуляций [3]<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Statement of Financial Accounting Standard (SFAS) 121, Accounting for the Impairment of Long Lived Assets and for Long-Lived Assets to be Disposed of регламентировал порядок учёта обесценивания и ликвидации (выбытия) постоянных активов. Введено в действие в марте 1995 г. Тексты SFAS см. в разделе «Superseded Standards» на сайте Financial Accounting Standard Board (URL: [www.fasb.org](http://www.fasb.org)). Международным аналогом SFAS 121 выступает International Accounting Standard (IAS) 36, Impairment of Assets, введённый в действие в 1998 г. URL: <http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/Official-Unaccompanied-IFRS-Translations.aspx>

<sup>9</sup> С июля 2001 г. вводится в действие SFAS 141, **Business Combinations**, заменивший APB Opinion № 16, а в декабре 2001 г. введён в действие SFAS 142, Goodwill and Other Intangible Assets, заменивший APB Opinion № 17. Однако под его действие задним числом попадали все сделки, проведённые в соответствии с SFAS 141. [2]

<sup>10</sup> SFAS 141, p. 5. URL: [http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document\\_C/DocumentPage?cid=1218220124901&acceptedDisclaimer=true](http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220124901&acceptedDisclaimer=true)

<sup>11</sup> Статья представляет собой текст диссертации автора в MIT, написана задорным языком. В анализе автор опирается на эволюцию драфтов SFAS 142 в период его подготовки.

Формально новые требования выглядели более логичными и транспарентными. Действительно, если актив, ассоциирующийся с гудвиллом, продуктивен, и его реальная оценка (fair value) превышает балансовую (carrying amount), то почему он должен амортизироваться?<sup>12</sup> Более того, новые положения выглядели более жёсткими и дисциплинирующими, поскольку если SFAS 121 предполагал списание по факту негативного события, то SFAS 142 предписывал производить оценку регулярно и опираться на прогноз продуктивности актива, что по замыслу должно было обеспечивать предупредительность и своевременность действий. В действительности же реорганизация учёта привела к многочисленным негативным последствиям.

Отдавая в руки менеджменту вопросы оценки эффективности активов, связанных с гудвиллом, SFAS 142 провоцировал его манипулировать оценкой будущих денежных потоков с целью откладывать признание обесценивания на столь угодно долгий срок. В такой оценке последствий введения нового стандарта сошлись практически все исследователи данного вопроса. Так, на панельных данных канадских компаний было показано, что в переходный период<sup>13</sup> менеджмент действовал, исходя из целей представить результаты компании в более выгодном свете, а не отразить реальное положение дел [4]. Это выражалось в том, что компании с низким ROE<sup>14</sup> старались произвести максимальные списания гудвилла, компании с большим плечом финансового рычага<sup>15</sup> – списания поменьше. Также были выявлены

<sup>12</sup> Такого рода идеи продвигались ещё более 100 лет назад [1].

<sup>13</sup> Поскольку SFAS 142 предписывал отмену амортизации гудвилла, то при переходе на новую учётную политику требовалось провести ревизию всех активов, связанных с гудвиллом, и списать те, которые соответствовали критериям обесценивания по новым правилам. Однако в переходный период компании получили возможность производить списания неоперационных издержек напрямую из баланса «задним числом» без отражения в текущей прибыли.

<sup>14</sup> Return on Equity (ROE) – рентабельность капитала (отношение чистой прибыли к собственному капиталу), один из важнейших рыночных индикаторов компании. Списание гудвилла будет формировать убыток и уменьшать величину собственного капитала (знаменатель отношения) и не затрагивать текущую чистую прибыль (числитель), что в целом увеличивает рентабельность.

<sup>15</sup> Отношение обязательств к собственному капиталу. Большое значение плеча рассматривается как признак повышенного риска, что затрудняет получение новых заёмных средств. Списание гудвилла уменьшит знаменатель отношения и не затронет числитель, увеличивая размер плеча и препятствуя получению новых займов.

и другие признаки оппортунистического поведения. При этом компании определённо воспользовались возможностью списать гудвилл в переходный период задним числом, предупреждая его возможное списание в будущем, которое можно будет произвести только с отражением в текущей прибыли [5].

Другим очевидным проявлением поведенческой деформации компаний стало систематическое запоздалое признание обесценивания гудвилла. Идеология стандарта SFAS 142 предполагает, что менеджмент своими действиями должен давать опережающие сигналы рынку. На практике получилось, что наоборот, признание обесценивания гудвилла с некоторым лагом следует за негативной оценкой рынком деятельности компаний [6]. Исследование характера реакции рынка в период до и после введения SFAS 142, а также в переходный период, показало, что она всегда была негативной, но именно в период после адаптации к новому стандарту эта реакция сгладилась, поскольку рынок информационно опережал списание гудвилла [7].

Случаи, когда следует ожидать обесценивания гудвилла<sup>16</sup>, но оно не происходит, оказались довольно распространёнными: их доля доходит до 71% [8]. По замечанию в одной из обзорных статей, очень подозрительно, что «собака не лает»<sup>17</sup>, хотя должна бы [9]. Можно было бы предположить, что менеджмент не признаёт обесценивание, так как располагает какой-то внутренней информацией, позволяющей делать положительные прогнозы относительно использования активов, связанных с гудвиллом. На деле всё обстоит гораздо прозаичнее: поскольку тестирование гудвилла на обесценивание невозможно верифицировать, то менеджмент с целью приукрашивания финансовых результатов откладывает такое признание, пока это не станет совсем уж очевидным. Другими словами, менеджеры использовали «приглашение» к оппортунистическому поведению, и вопреки ожиданиям, заложенным в идеологию стандарта SFAS 142,

<sup>16</sup> Распространённый критерий – это наличие положительного гудвилла на балансе и падение рыночной стоимости ниже балансовой [7, 8].

<sup>17</sup> В качестве эпиграфа приводится диалог из рассказов о Шерлоке Холмсе:  
– Есть ли ещё что-нибудь, на что мне следовало бы обратить внимание?  
– Загадочное ночное происшествие с собакой.  
– Но собака молчала этой ночью.  
– В том-то и загадка, – заметил Шерлок Холмс.

не спешат вовремя признавать обесценивание гудвилла [10]<sup>18</sup>. Причём значимой связи с качеством корпоративного управления выявить не удалось, т. е. порочная практика стала общепринятой [11].

Ожидаемо, что риск обесценивания гудвилла определяется двумя группами параметров: характеристиками M&A сделки и последующей результативностью. В первой группе наиболее значимым признаком выступает доля гудвилла в цене сделки, а во второй – эффективность, выраженная рентабельностью активов [12]. При этом рынок положительно реагирует на сделки с образованием большого гудвилла, но в последующем переоценка (завышенная оценка) компании выступает хорошим предиктором списания гудвилла и величины его магнитуды [13].

Сказанное можно наглядно проиллюстрировать двумя очень яркими примерами. Крупнейшее за всю историю списание гудвилла принадлежит компании Time Warner. Образовавшийся в 2000 г. после приобретения компании America Online (AOL) в 2002 г. гудвилл был списан на убыток, составивший около 100 млрд долл. (это сравнимо, например, с ВВП Новой Зеландии). Все вышеперечисленные симптомы здесь очень ярко заметны: рынок положительно оценил сделку, но компания не генерировала прибыль, гудвилл обесценился, капитализация провалилась вслед за списанием гудвилла; в 2009 г. AOL снова выделилась как самостоятельная компания.

Другой характерный пример. В 2005 г. компания Procter & Gamble завершила приобретение компаний Gillette и Wella. Здесь точно так же происходит кратное увеличение капитала и активов за счёт фантастического объёма гудвилла. Однако поскольку объединённая компания не потеряла управление и продолжала генерировать прибыль, обесценивания гудвилла не произошло.

Приведённые примеры демонстрируют магнитуду преобразований финансовой структуры компаний в результате M&A сделок. Так, активы компаний AOL и Time Warner до сделки

<sup>18</sup> Данная статья – завершение длительного исследования соавторов 2007–2011 гг., представленного в виде нескольких препринтов. В финальной версии своего исследования они пришли к выводу, что отсутствие обесценивания никак не обусловлено наличием у менеджмента какой-либо внутренней положительной информации, но и проявление оппортунистического поведения носит ограниченный характер. В первоначальных версиях их утверждения были более радикальны и категоричны.

составляли 10 396 и 51 239 млрд долл., а в результате объединения – уже 216 047 млрд долл. Аналогично если до сделки активы Procter & Gamble, Gillette и Wella<sup>19</sup> оценивались в 61 527, 10 777 и 2 486 млрд долл. соответственно, то после неё совокупная компания стала обладать активами в 135 695 млрд долл. Такая трансформация никак не выглядит прозрачной.

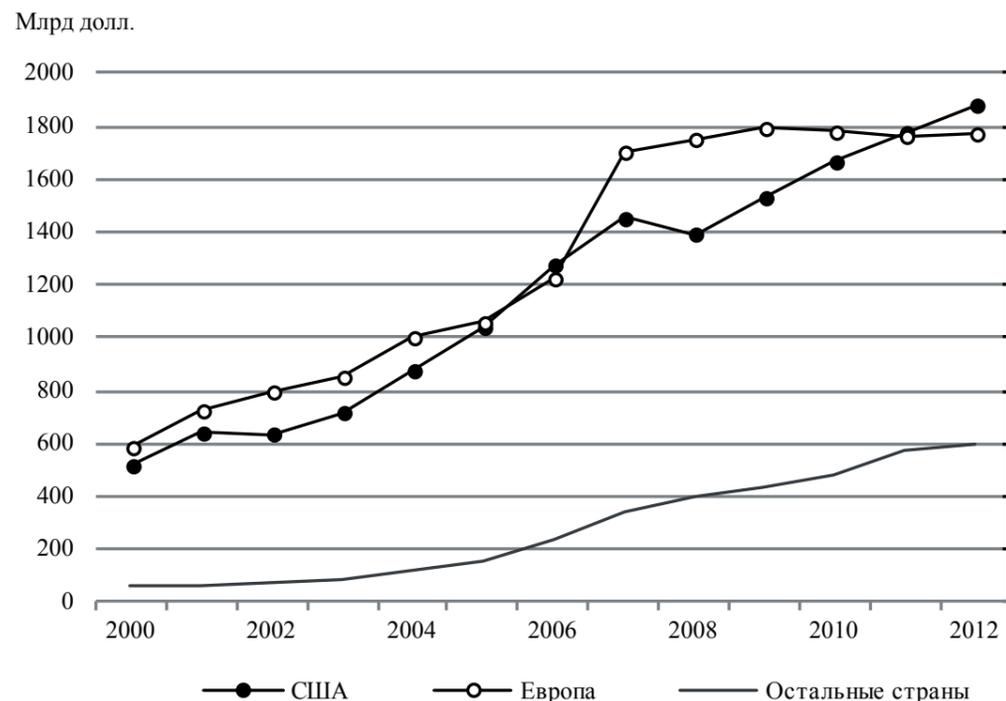
Однако эти факты можно рассмотреть и под другим углом. Одной из целей SFAS 142 было облегчение бремени компаний в плане текущих издержек и расширение тем самым их инвестиционных возможностей по приобретению других компаний. Действительно, амортизация гудвилла снижает текущую прибыль компаний как последствие M&A активности, а новый режим тестирования – устраняет их. Поэтому есть все основания говорить, что в плане открытия инвестиционных возможностей новый стандарт выполнил свою задачу [14].

### **Накопление гудвилла: региональный и отраслевой разрез**

Приведённые выше примеры выразительны, но не позволяют составить представление об эволюции основной массы гудвилла крупнейших корпораций. Она носит динамично возрастающий характер. Так, в 1988 г. среднее отношение остатков гудвилла к общей сумме активов составляло 10,7%, а к 2001 г. – 16,8%. В этот же период с 20% до 40% выросла доля американских фирм с положительным гудвиллом на балансе [12]. Моё исследование охватывает 2000–2012 гг., т. е. аналогичный по продолжительности период<sup>20</sup>. Трудно было бы привести сопоставимые показатели, поскольку они очень существенно зависят от структуры панельных данных, однако в абсолютных цифрах можно говорить, что общая масса гудвилла выросла с 965 млрд долл. до 3460 млрд долл., т. е. в 3,5 раза. Подавляющая доля от этого объёма принадлежит компаниям США и Европы (рис. 1). Из всей суммы, отнесённой к компаниям других стран, более половины приходится на Японию, Канаду и Австралию.

<sup>19</sup> По Wella AG – последние доступные данные за 2002 г., когда курсы евро и доллара почти совпадали.

<sup>20</sup> В исследование включены данные финансовой корпоративной отчетности по 1090 нефинансовым компаниям, входящим в рейтинг Forbes Global 2000.



Источник: Здесь и далее – данные автора по финансовой отчётности компаний

Рис. 1. Динамика гудвилла компаний в региональном разрезе в 2000–2012 гг., млрд долл.

Доля гудвилла относительно капитала<sup>21</sup> в течение всего исследуемого периода демонстрирует относительную стабильность и даже снижение с максимума в 30%, достигнутого в 2008 г., до 26% в 2012 г. (рис. 2). В то же время для американских и европейских компаний это отношение находится в диапазоне 40–45%, сигнализируя о значительном региональном расслоении: компании остальных стран не только менее обременены гудвиллом, но и обладают относительно большими объёмами

<sup>21</sup> Более распространённое измерение доли гудвилла относительно активов методологически менее удачно, поскольку активы компании могут значительно увеличиваться за счёт не только основной, но и финансовой деятельности, причём независимо от динамики гудвилла. В то же время при обесценивании гудвилла его сумма уменьшает капитал, поэтому их соотношение можно рассматривать как долю потенциально обесцениваемого капитала, своего рода «угрожающий навес» над капиталом (здесь и далее в расчёт этого отношения включены данные всех компаний панели, включая те, на балансе которых гудвилл отсутствует).

собственного капитала. Действительно, если к 2012 г. компании Евросоюза и США накопили 3014 млрд долл. гудвилла (87% от всех компаний), то суммарного собственного капитала у них – только 7352 млрд долл. Другими словами, компании США и ЕС аккумулируют 87% всего гудвилла и 55% собственного капитала. Таким образом, львиная доля негативного потенциала принадлежит развитым странам.

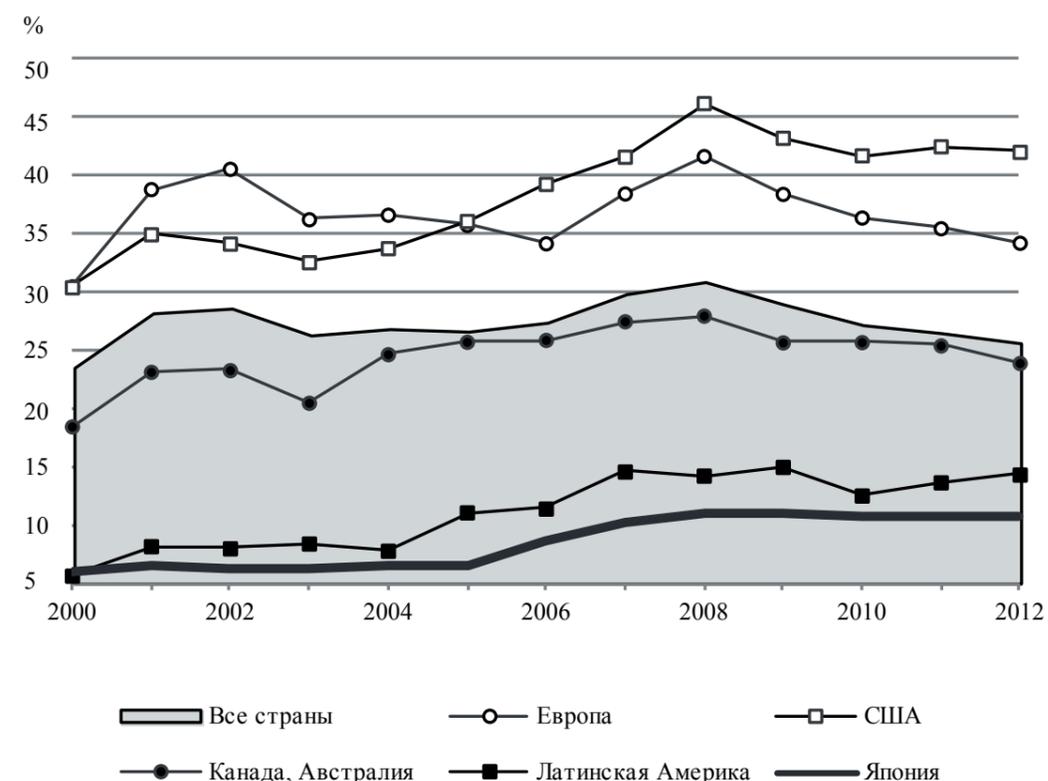


Рис. 2. Отношение гудвилла к капиталу в региональном разрезе в 2000–2012 гг., %

Неравномерность распределения гудвилла также прослеживается и в отраслевом разрезе (рис. 3). Наибольшая абсолютная масса накоплена телекоммуникационными компаниями, при этом быстрый рост<sup>22</sup> остановился накануне кризиса 2008 г. Самая активная динамика наблюдается в медицинской

<sup>22</sup> Снижение массы гудвилла в 2002 г. вызвано списанием, произведённым компанией Time Warner, о котором рассказывалось ранее. Если его элиминировать, то в период 2000–2007 гг. в телекоммуникационной отрасли будет наблюдаться постоянный рост.

отрасли. В группе выраженных лидеров высокотехнологичное машиностроение<sup>23</sup>, электронные высокие технологии и производство продуктов питания. Средний эшелон представлен энергетикой и торговлей.

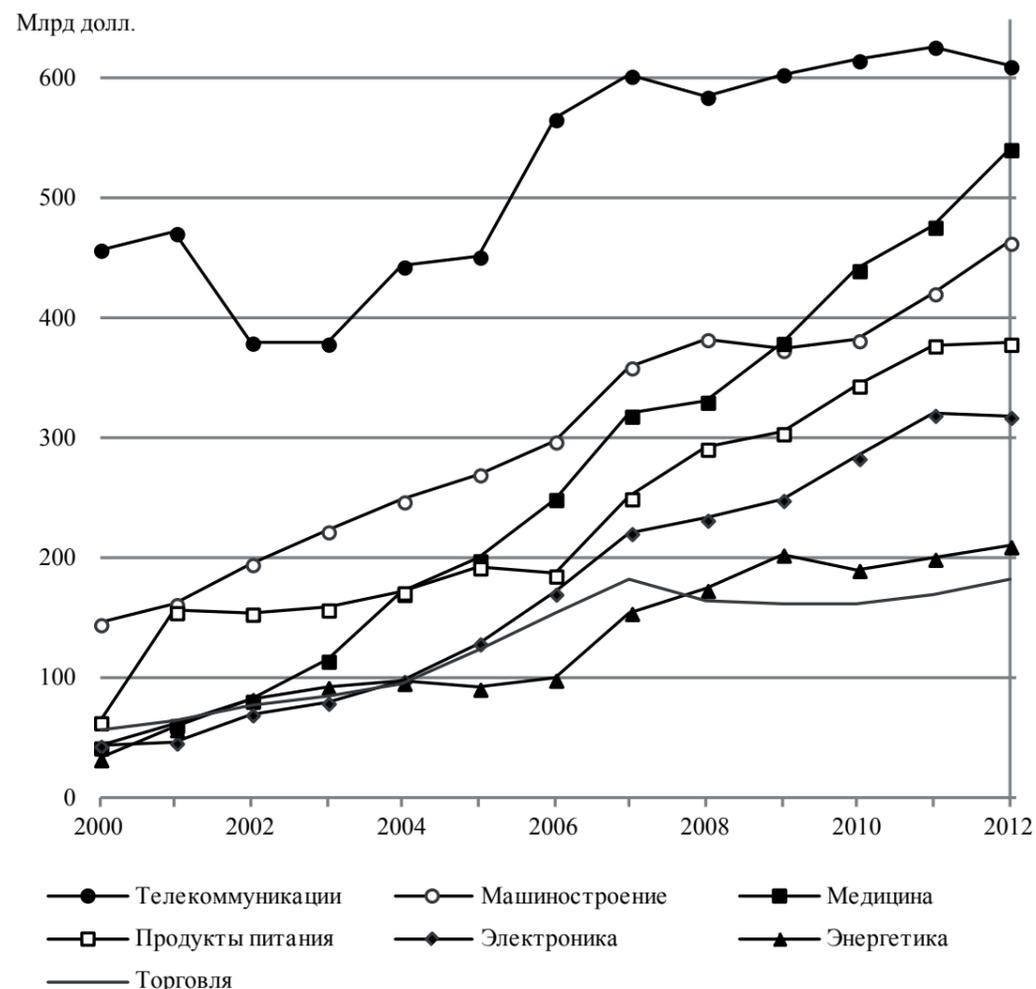


Рис. 3. Динамика гудвилла компаний в отраслевом разрезе в 2000–2012 гг. (для остальных отраслей на 2012 г. суммарный гудвилл лежит в диапазоне 35–150 млрд долл.)

В динамике и структуре относительного накопления состав лидеров очень похожий, однако имеются и существенные

<sup>23</sup> Из 464 млрд долл. гудвилла, накопленного к 2012 г. компаниями, отнесёнными к отрасли «Машиностроение», 352 млрд долл. принадлежит диверсифицированным (conglomerates) и аэрокосмическим компаниям. На «традиционное» машиностроение приходится 112 млрд долл.

отличия. Так, абсолютным лидером выступают компании-производители продуктов питания, у которых около 70% капитала – под угрозой обесценивания при списании гудвилла. В верхней группе также появились производители потребительских товаров. Высокотехнологичная электроника «разместилась» в среднем эшелоне, что сигнализирует о том, что при высоком гудвилле компании отрасли одновременно обладают большими объёмами капитала. Также в среднем эшелоне появились компании транспортной, химической и строительной отраслей, что наоборот сигнализирует о незначительных объёмах капитала, поскольку эти отрасли не числились в лидерах по абсолютным суммам накопления гудвилла.

На рисунке 3 не отображены данные отраслей самого нижнего эшелона. Для них характерно низкое как абсолютное, так и относительное накопление гудвилла. К таковым относятся компании нефтяной, металлургической и автомобильной отраслей. Если одновременно с этим учесть структуру гудвилла в машиностроительных компаниях, то определённо можно утверждать, что «консервативная» часть экономики имеет наименьший деструктивный потенциал в противоположность экономике «инновационной».

Приведённые выше данные получены на основании анализа финансовой отчётности 1089 нефинансовых корпораций мира, входящих в рейтинг Forbes Global 2000. Из 3,5 трлн долл. гудвилла, накопленного ими к 2012 г., первый триллион принадлежит группе лидеров, включающей всего 27 компаний (табл. 4). Весь оставшийся гудвилл принадлежит ещё 600 компаниям, около 400 имеют очень незначительный гудвилл или не имеют его вовсе. Это также свидетельствует о крайне неравномерном распределении этого вида актива не только между странами и отраслями, но и отдельными компаниями.

Причины региональной и отраслевой дифференциации компаний по объёмам гудвилла лежат на поверхности и достаточно легко объяснимы. Более содержателен вопрос, почему компании вообще так легко относятся к его накоплению. Для этого требуется непредвзято проанализировать роль гудвилла в инвестиционных процессах.

Таблица 4. Рейтинг мировых компаний-лидеров по гудвиллу, 2012 г.

	Компания	Отрасль	Гудвилл, млн долл.	Гудвилл / Капитал
1	General Electric	Машиностроение	73 447	0,60
2	AT&T	Телекоммуникации	69 773	0,76
3	Procter & Gamble	Потреб. товары	55 188	0,82
4	Anheuser-Busch InBev	Продукты питания	51 766	1,26
5	Sanofi	Медицина	50 363	0,66
6	Vodafone	Телекоммуникации	48 149	0,42
7	Pfizer	Медицина	44 672	0,55
8	Telecom Italia	Телекоммуникации	42 872	1,67
9	GDF Suez	Энергетика	39 730	0,50
10	Telefonica	Телекоммуникации	36 989	1,37
11	Nestle	Продукты питания	34 782	0,54
12	France Telecom	Телекоммуникации	34 093	1,06
13	Vivendi	Телекоммуникации	32 615	1,34
14	Volkswagen Group	Автомобилестроение	31 661	0,31
15	UnitedHealth Group	Медицина	31 286	1,00
16	Novartis	Медицина	31 090	0,45
17	Hewlett-Packard	Электроника	31 069	1,38
18	Time Warner	Телекоммуникации	30 446	1,02
19	Express Scripts	Медицина	29 360	1,26
20	IBM	Электроника	29 247	1,55
21	United Technologies	Машиностроение	27 801	1,07
22	Oracle	Электроника	27 343	0,61
23	Comcast	Телекоммуникации	26 985	0,55
24	CVS Caremark	Медицина	26 395	0,70
25	Mondelez International	Продукты питания	25 801	0,80
26	Walt Disney	Телекоммуникации	25 110	0,63
27	Verizon	Телекоммуникации	24 139	0,73
	Итого		1 012 172	

### Фиктивный капитал и подрыв финансовой устойчивости

Считается, что слияния и поглощения (M&A) компаний должны приводить к синергетическому эффекту: объединённый бизнес продуктивнее решает задачи, чем каждая компания в отдельности. При внешней очевидности утверждения оказывается, что оно не имеет весомого научного подтверждения. Более

того, даже научных исследований на эту тему не так много<sup>24</sup>. Результаты одних показывают, что после слияния компаний операционный денежный поток значительно увеличивается [16], исследование узкого круга компаний – за период 1979–1983 гг.; [17], более широкого круга – за 1967–1983 гг. Однако авторы широких обзоров более осторожны в оценке последствий [18], причём более поздние результаты говорят о том, что по наиболее часто исследуемым переменным отдача фирм после слияния не является позитивным результатом (возрастающей функцией) от M&A-активности [19, 20]. Эконометрическим трудностям, с которыми приходится сталкиваться исследователям, не позавидуешь, если взглянуть хотя бы на упоминавшуюся сделку Procter&Gamble: только переходная фаза изменения управления по ней длилась два года (2006–2007 гг.), а затем последовала самая сложная фаза тесной интеграции [21].

В свете сказанного более корректно будет считать, что M&A столь востребованы бизнес-практикой как один из эффективных методов селекции лучших бизнес-моделей и распространения инноваций. Крайне немаловажно, что это также один из драйверов фондового рынка, питающих его положительными новостями. Другими словами, компании имеют множественные побудительные мотивы для M&A-активности, и синергетический эффект здесь выступает, скорее, как косвенный результат всей совокупности факторов.

Цена сделки M&A тесно связана с капитализацией компании на фондовом рынке. Гудвилл, в свою очередь, тесно связан с ценой в случае, когда она превышает оценочную стоимость, по которой результат сделки принимается к учёту. Наличие на фондовом рынке пузырей будет приводить к систематическому завышению цены и, как следствие, образованию значительных масс гудвилла, что как раз и наблюдается в яркой форме.

В этом контексте становится понятен скрытый смысл реформы учёта гудвилла, осуществлённой в 2001 г. До неё гудвилл создавал обременение на балансе, поскольку его приходилось амортизировать. Пока объёмы гудвилла были не столь велики, то

<sup>24</sup> Например, статья [15] с характерным названием «Recent trends in the study of mergers and acquisitions» содержит всего 38 позиций в списке источников (все – 2014 г.), из которых ни один напрямую не посвящён проблемам оценки эффективности сделок M&A.

амортизация с максимальным сроком в 40 лет позволяла сделать это бремя терпимым. Однако неуклонно (пусть и с периодическими сбросами) раздувающийся фондовый пузырь грозил сделать это обременение непомерным и фактически подорвать всю М&А-активность. Поэтому реформа учёта гудвилла, позволившая вообще его не амортизировать, в первую очередь была призвана расчистить поле для М&А как неослабевающего инвестиционного процесса.

Зримым следствием стало то, что более трети<sup>25</sup> капитала компаний находится под угрозой при обесценивании гудвилла, обладающего выразительными признаками фиктивного актива. Действительно, если отобрать у фирмы, скажем, оборудование, оборотные средства или дебиторскую задолженность (за которой кроются ожидаемые денежные поступления), то фирма серьёзно пострадает или даже прекратит своё существование. Это случится, даже если у неё отобрать такие нематериальные активы, как товарные знаки или права на технологии. Однако если лишить её гудвилла, то ничего не произойдёт, кроме того, что в балансе исчезнет соответствующая строка<sup>26</sup>. Правда, вычёркивая сумму из актива, следует такую же сумму вычеркнуть и из пассива. Поскольку обязательства вычёркивать предосудительно, то остаётся уменьшать только капитал. Следовательно, присутствие в балансе гудвилла как фиктивного актива обязательно влечёт за собой наличие такого же объёма фиктивного капитала.

Накопление гудвилла, помимо зримого перетекания фондового пузыря в отчётность компаний, одновременно наносит удар по финансовой устойчивости компаний. Это происходит как в случае, когда гудвилл формируется за счёт собственного капитала, поскольку вновь образованный капитал является фиктивным, так и при финансировании сделки М&А за счёт заёмных средств. В последнем случае по финансовой устойчивости наносится

<sup>25</sup> Разумеется, цифра условная, поскольку из-за неравномерности распространения гудвилла её величина зависит от количества компаний в фокус-группе. Так, для «верхушки айсберга» она будет заметно выше (см. последний столбец табл. 4).

<sup>26</sup> Точно так же можно сказать, что деловая репутация не нуждается в финансовом выражении в виде дополнительного актива, поскольку её результатом является наличие дополнительного капитала. Яркий пример – Apple, обладающая несомненной деловой репутацией, практически нулевым гудвиллом и огромной массой собственного капитала.

двойной удар: гудвилл нависает над капиталом, создавая потенциал его обесценивания, а обязательства одновременно увеличивают финансовый рычаг.

Вот как, например, происходило это с компанией Lenovo (рис. 4). Сделка по приобретению IBM PC Business финансировалась за счёт как собственных, так и заёмных средств, в результате чего в 2005 г. резко подскочил объём и капитала, и обязательств. Вплоть до 2012 г. капитал едва превышает гудвилл. Это означает, что при обесценивании гудвилла компания полностью лишится капитала. На фоне этого обременение очень значительными обязательствами делает её крайне уязвимой к различным нестабильностям. Негативные события, особенно касающиеся деловой репутации, способны уничтожить компанию практически мгновенно.

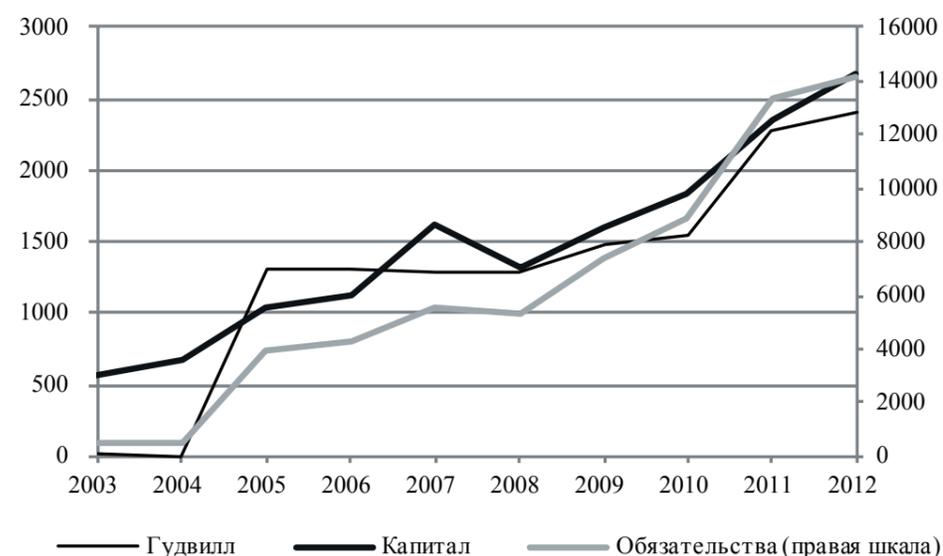


Рис. 4. Компания Lenovo: динамика гудвилла, обязательств и капитала в 2003–2012 гг., млрд долл.

## Заключение

На балансе компаний гудвилл образуется при сделках М&А как превышение цены покупки над оценочной стоимостью приобретаемой компании. Цена сделки обычно определяется капитализацией приобретаемой компании на фондовом рынке, которая из-за эффекта фондового пузыря часто оказывается завышенной, что и приводит к образованию гудвилла. Его наличие

обременяет компанию в случае обязательной амортизации гудвилла. Однако в 2001 г. в системе учёта гудвилла была проведена реформа, в результате которой амортизация была упразднена, а гудвилл может числиться на балансе сколь угодно долго до наступления формальных признаков его обесценивания.

Декларируемые цели реформы заключались в увеличении прозрачности сделок слияний и поглощений, но в реальности она была направлена на снятие барьеров в М&А-активности. В результате фиктивный капитал фондового пузыря зримо транслируется в балансы компаний в виде гудвилла. В наибольшей степени он поражает крупные компании инновационных отраслей экономики, активно выступающие покупателями на рынке сделок М&А.

Накопление компаниями гудвилла не только обременяет их балансы фиктивными активами, но и крайне негативно сказывается на финансовой устойчивости, особенно в случае осуществления сделок с привлечением заёмных средств. Тем не менее до поры до времени это никак не сказывается на биржевых показателях компаний, поскольку у гудвилла, токсичного по сути актива, имеется положительная репутация, а рыночные позиции компаний в большей степени зависят от потока хороших новостей об их будущих возможностях, чем от фундаментальных финансовых показателей.

В случае системного кризиса компании с негативным потенциалом плохих фундаментальных показателей попадают в самую горячую зону риска, и гудвилл выступает здесь хорошим предвестником возможных будущих проблем.

### Литература

1. *Carlin T., Finch N.* Goodwill impairment testing under IFRS: a false impossible shore? // *Pacific Accounting Review*. – 2011. – V. 23 (3). – P. 368–392.
2. *Рейли Р., Швайс Р.* Оценка стоимости и бухгалтерский учет приобретенного гудвилла. URL: [http://www.cfin.ru/appraisal/intel/purchased\\_goodwill.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/intel/purchased_goodwill.shtml)
3. *Ramanna K.* The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting // *Journal of Accounting and Economics*. – 2008. – V. 45 (2). – P. 253–281.
4. *Lapointe-Antunes P., Cormier D., Magnan M.* Equity recognition of mandatory accounting changes: the case of transitional goodwill impairment

- losses // *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*. – 2008. – V. 25 (1). – P. 37–54.
5. *Beatty A., Weber J.* Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142 goodwill impairments // *Journal of Accounting Research*. – 2006. – V. 44 (2). – P. 257–288.
  6. *Jarva H.* Do firms manage fair value estimates? An examination of SFAS 142 goodwill impairments // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 2009. – V. 36 (9–10). – P. 1059–1086.
  7. *Li Z., Shroff P., Venkataraman R., Zhang X.* Causes and consequences of goodwill impairment losses // *Review of Accounting Studies*. – 2011. – V. 16 (4). – P. 745–778.
  8. *Ramanna K., Watts R.* Evidence from Goodwill Non-impairments on the Effects of Unverifiable Fair-Value Accounting. Working paper. Harvard Business School, 2008. – 55 p.
  9. *Chambers D., Finger C.* Goodwill non-impairments. Kennesaw State University Faculty Publications 2011. <http://digitalcommons.kennesaw.edu/facpubs/1297/>
  10. *Ramanna K., Watts R.* Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment // *Review of Accounting Studies*. – 2012. – V. 17 (4). – P. 749–780.
  11. *Verriest A., Gaeremynck A.* What determines goodwill impairment? // *Review of Business and Economics*. – 2009. – V. 54 (2). – P. 1–23.
  12. *Hayn C., Hughes P.* Leading Indicators of Goodwill Impairment // *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. – 2006. – V. 21 (3). – P. 223–265.
  13. *Gu F., Lev B.* Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment // *The Accounting Review*. – 2011. – V. 86 (6). – P. 1995–2022.
  14. *Godfrey J., Koh S.* Goodwill impairment as a reflection of investment opportunities // *Accounting & Finance*. – 2009. – V. 49 (1). – P. 117–140.
  15. *Achim S.A.* Recent trends in the study of mergers and acquisitions // *E+M Ekonomie a Management*. – 2015. – V. 18 (1). – P. 123–133.
  16. *Healy P., Palepu K., Ruback R.* Does Corporate Performance Improve After Mergers? // *Journal of Financial Economics*. – 1992. – V. 31 (2). – P. 135–175.
  17. *Switzer J.A.* Evidence on real gains in corporate acquisitions // *Journal of Economics and Business*. – 1996. – V. 48 (5). – P. 443–460.
  18. *Datta D., Pinches G., Narayanan V.* Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis // *Strategic management journal*. – 1992. – V. 13 (1). – P. 67–84.
  19. *Ghosh A.* Does operating performance really improve following corporate acquisitions? // *Journal of corporate finance*. – 2001. – V. 7 (2). – P. 151–178.
  20. *King D., Dalton D., Daily C., Covin J.* MetaAnalyses Of Post-Acquisition Performance: Indications Of Unidentified Moderators // *Strategic Management Journal*. – 2004. – V. 25 (2). – P. 187–200.
  21. *Modena I.* Post-merger integration and communication effectiveness: the corporate experience of Gillette merging with Procter & Gamble. 3rd Annual EuroMed Conference of the EuroMed-Academy-of-Business. Univ Nicosia, 2010. – P. 1424–1426.