УДК 334.75

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ОПТИМИЗМ В РОССИЙСКИХ ИНТЕГРАЦИОННЫХ СДЕЛКАХ: ПРОМЫШЛЕННЫЙ АСПЕКТ

А.Е. ИВАНОВ,
кандидат экономических наук,
доцент кафедры
экономики, управления и инвестиций
E-mail: ivanov.chel@list.ru

Е.Ю. САЛОМАТИНА,
аспирантка кафедры
экономики, управления и инвестиций
E-mail: samoletina.k@mail.ru
Южно-Уральский государственный университет

Статья посвящена исследованию крупнейших интеграционных сделок с участием российских компаний. Проанализированы 60 крупнейших сделок 2008–2013 гг. с участием российских промышленных предприятий и комплексов, в результате которых в финансовой отчетности покупателя образовался гудвилл. Для этого на первом этапе исследования были обобщены результаты ежегодных обзоров интеграционных сделок, выявлены крупнейшие из них за 2008–2013 гг., в которых в качестве продавца или покупателя участвовали российские промышленные предприятия и комплексы. На втором этапе была проанализирована финансовая отчетность участников оставшихся сделок и исключены приобретения, в результате которых гудвилл не образовывался. На третьем этапе был произведен детальный анализ финансовой отчетности компаний-покупателей, удовлетворивших критериям отбора первого и второго этапов, и выявлены точные объемы сделок, а также величины признанного в финансовой отчетности гудвилла и причины его возникновения. На этом же этапе были рассчитаны индексы синергетического оптимизма для каждой сделки, разработанные для оценки ожиданий покупателей относительно достижения синергетических эффектов в результате интеграционной сделки и определяемые как отношение величины гудвилла, признанного в финансовой отчетности покупателя, к общей стоимости приобретения предприятия или комплекса. Приведены рейтинги сделок с наибольшими объемами гудвилла и наивысшими значениями индекса синергетического оптимизма, рейтинг мотивов переплаты за приобретаемые предприятия или комплексы, определены динамика среднегодового индекса синергетического оптимизма и динамика изменения среднего объема гудвилла для сделок с участием российских промышленных предприятий и комплексов. Статья может быть полезна всем интересующимся интеграционными процессами в российской промышленности.

Ключевые слова: *слияния и поглощения, интеграция, промышленность, синергетический эффект, синергия, гудвилл, деловая репутация, индекс синергетического оптимизма*

Настоящая статья продолжает серию публикаций о готовности участников российского рынка слияний и поглощений приобретать предприятия по ценам, превышающим рыночную стоимость их чистых активов. Начало этой серии было положено в статье [7]. Сумма переплаты, признаваемая в финансовой отчетности покупателя в качестве гудвилла, как показано в работе [4], отражает ожидания покупателя относительно возможных синергетических эффектов, которые будут реализованы в результате интеграции. При этом, как показывают многочисленные отечественные и зарубежные исследования,

чаще всего планируемая синергия не достигается [2, 3, 5–20]. Целью авторского исследования явилось стремление к пониманию того, что именно российские компании (и иностранные компании, действующие на российском рынке) понимают под синергетическими эффектами интеграции и сколько они готовы заплатить за достижение этих синергетических эффектов. В предыдущей работе объектом исследования был весь российский рынок слияний и поглощений 2008–2012 гг., в настоящей же статье авторы сконцентрировались на определяющей отрасли народного хозяйства – промышленности. Основным предметом исследования стал гудвилл, признаваемый в финансовой отчетности инициаторов крупнейших слияний и поглощений 2008–2013 гг. с участием российских промышленных предприятий и комплексов.

При проведении исследования, результаты которого представлены в настоящей статье, авторы использовали методологию, разработанную и описанную в статье [7]. На первом этапе были обобщены результаты ежегодных обзоров интеграционных сделок группы KPMG, международного аналитического агентства Mergermarket, журнала «Слияния и поглощения», информационного агентства AK&M, а также материалов Федеральной службы государственной статистики. В результате были выявлены крупнейшие интеграционные сделки 2008–2013 гг., в которых в качестве продавца или покупателя участвовали российские промышленные предприятия и комплексы. На этом этапе исследования были исключены сделки, в которых в качестве покупателя выступали непубличные компании, так как их финансовая отчетность не находится в открытом доступе и не подвергается обязательному аудиту, вследствие чего даже при наличии такой отчетности не представляется возможным быть уверенным в ее достоверности. Также для обеспечения сопоставимости данных финансовой отчетности исследуемых компаний и корректности последующих выводов были отброшены сделки, в которых в качестве покупателя выступали компании, не публикующие финансовую отчетность, составленную по стандартам МСФО или US GAAP, согласно которым гудвилл определяется схожим образом.

На втором этапе исследования была проанализирована финансовая отчетность участников оставшихся сделок и исключены приобретения, в результате которых гудвилл не образовывался, так как целью анализа являлось определение объемов и причин образования гудвилла в интеграционных сделках, причины же покупок промышленных предприятий и комплексов по справедливой стоимости или ниже нее находятся вне сферы данного исследования.

На третьем этапе исследования авторами был произведен детальный анализ финансовой отчетности компаний-покупателей, удовлетворивших критериям отбора первого и второго этапов, и выявлены точные объемы сделок, а также величины признанного в финансовой отчетности гудвилла и причины его возникновения. В силу того, что отчетность разных компаний составлялась в разных национальных валютах, показатели отчетности пересчитывались в долларах США по официальному курсу, установленному Банком России на дату завершения сделки. Если дату завершения сделки установить не представлялось возможным, пересчет осуществлялся на конец месяца завершения сделки (если было возможно установить месяц завершения сделки), либо на конец отчетного года (если не было возможности установить месяц завершения сделки).

На этом же этапе были рассчитаны индексы синергетического оптимизма для каждой сделки, разработанные ранее и опубликованные в статье [7] для оценки ожиданий покупателей относительно достижения синергетических эффектов в результате интеграционной сделки. Индекс синергетического оптимизма определяется как отношение величины гудвилла, признанного в финансовой отчетности покупателя, к общей стоимости приобретения предприятия, и показывает, какую часть от общей суммы затрат на приобретение покупатель уплачивает за потенциальные синергетические эффекты, которые он планирует реализовать после завершения сделки:

$$SOI = \frac{G}{TAC} 100\%,$$

где SOI (Synergetic Optimism Index) – индекс синергетического оптимизма;

G (Goodwill) – сумма гудвилла, признанная в финансовой отчетности покупателя;

TAC (Total Acquisition Cost) – общая сумма затрат на приобретение, включающая стоимость неконтролирующей доли в приобретаемом предприятии и стоимость доли участия в капитале на дату приобретения, которой покупатель ранее владел в приобретаемом предприятии.

Результаты третьего этапа исследования (для 10 крупнейших сделок каждого года) приведены в табл. 1.

Таблица 1

Крупнейшие интеграционные сделки с участием российских промышленных предприятий и комплексов в 2008–2013 гг. с образованием гудвилла

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
			2008			
Sunrise Acquisitions Ltd. (конечный покупатель – Carlsberg Group, Дания)	Baltic Beverages Holding AB (ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»)	Пищевая	14 593	7 016	48	Значительные синергии от экономии на закупках и использования передового опыта, увеличения продаж, возможности запуска глобальных и региональных брендов; синергетический эффект от научных исследований и разработок, повышения эффективности использования рабочей силы и интеллектуального капитала
ОК «Русал»	ОАО «ГМК «Норильский никель»	Металлургическая	13 230	6 970	53	–
ОАО «Газпром»	ОАО «ОГК-2», ОАО «ОГК-6»	ТЭК	3 826	111	3	–
ООО «ЕвразГрупп»	IPSO inc. (Канада)	Металлургическая	2 450	852	35	–
ООО «ЕвразГрупп»	Металлургические активы группы «Приват» (Украина)	Металлургическая	2 108	863	41	–
ОАО «Северсталь»	Esmark (США)	Металлургическая	978	64	7	–
ОАО «Северсталь»	PBS Coals (США)	Металлургическая	877	447	51	–
ОАО «Лукойл»	Группа «Акпет»	ТЭК	555	114	21	–
ОАО «Лукойл»	ЗАО «Ассоциация «Гранд» и ООО «Мега Ойл-М»	ТЭК	493	196	40	–
ООО «ЕвразГрупп»	Claymont Steel Holdings (США)	Металлургическая	420	371		–
			2009			
ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	ТОО «Казэнергоресурс», ТОО «Недра Казахстана»	ТЭК	3 500	1 996	57	Дальнейшее расширение торговой деятельности на территории Казахстана
ОАО «Газпром»	Sibir Energy Pls (Великобритания)	ТЭК	2 193	199	9	–
ОАО «Газпром»	ОАО «ТГК-1»	ТЭК	2 035	291	14	–
ОАО «Газпром»	ООО «СеверЭнергия»	ТЭК	1 364	30	2	–
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	Onarbay Enterprises Ltd (Кипр)	Металлургическая	798	271	34	Рост безопасности в области обеспечения производственного процесса ключевыми материальными ресурсами

Продолжение табл. 1

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
ОАО «Газпром»	Naftna Industrija Srbije (Сербия)	ТЭК	511	178	35	–
ОАО «Сибирская угольная энергетическая компания»	ОАО «ТГК-13»	ТЭК	509	16	3	–
ОАО «Атомредметзолото»	АО «СП «Акбастау» (Казахстан)	Металлургическая	470	10	2	Ожидаемая рентабельность приобретенной компании
ОАО «Сибур Холдинг»	Citco Waren-Handelsgesellschaft m.b.H. (Австрия)	Химическая	311	201	65	–
ОАО «Лукойл»	ООО «Смоленскнефтеснаб», ООО «Компания Ай. Эр. Ти. Инвестмент», ООО «ПМ-Инвест», ООО «Ретайер хаус»	ТЭК	238	165	69	–
2010						
ОАО «Атомредметзолото»	Uranium One Inc. (Канада)	Металлургическая	2 317	373	16	Плата за получение контроля, ожидаемый эффект синергии от объединения бизнеса
Danone (Франция)	ОАО «Юнимилк»	Пищевая	613	409	67	Синергия в продажах и производственной деятельности от экономии затрат
ОАО «ТНК-ВР Холдинг»	Ряд компаний нефтяного бизнеса Украины («ТНК-ВР Украина»)	ТЭК	302	36	12	Ожидаемые синергии от интеграции приобретенного бизнеса в группу
ОАО «Челябинский трубопрокатный завод»	ЗАО «Соединительные отводы трубопроводов» и ОАО «Магнитогорский завод механомонтажных заготовок»	Машиностроение и металлообработка	201	106	53	–
Sulzer (группа «Ренова»)	Castle Support Services Plc (Великобритания)	Машиностроение и металлообработка	185	62	34	Синергия от выхода на новые географические рынки и связанной с этим диверсификации
ОАО «Мечел»	АО «Топлофикация Русе» (Болгария)	Металлургическая	141	104	74	Ожидаемые выгоды от синергетического эффекта, связанного с вертикальной интеграцией бизнеса, и выхода на новые рынки энергетического угля для нужд тепловых электростанций стран Евросоюза

Продолжение табл. 1

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
Группа «ГМС» (Гидравлические машины и системы)	ОАО «Гипротюменнефтегаз»	Машиностроение и металлообработка	79	50	63	Уникальные опыт и компетенции приобретенной компании, высокая рентабельность бизнеса, а также ожидаемый синергетический эффект в нефтегазовом сегменте группы
ОАО «Челябинский трубопрокатный завод»	MSA (Чехия)	Машиностроение и металлообработка	57	37	65	–
ОАО «РусГидро»	ОАО «Проектно-изыскательский и научно-исследовательский институт «Гидропроект» им. С.Я. Жука»	Машиностроение и металлообработка	49	31	63	Профессионализм сотрудников и клиентская база
ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	ОАО «Петербургская сбытовая компания»	ТЭК	48	26	54	–
2011						
ОАО «Уралкалий»	ОАО «Сильвинит»	Химическая	8 826	2 067	23	Будущие операционная и рыночная синергии, ожидаемые в результате объединения
PepsiCo Inc. (США)	ОАО «Вимм-Билль-Данн»	Пищевая	4 471	2 099	47	Экономия от эффекта масштаба существующей производственной и закупочной деятельности в России, синергия от комбинации брендов, а также другие нематериальные активы, не соответствующие критериям признания
ОАО «Газпром»	ОАО «Белтрансгаз» (Белоруссия)	ТЭК	3 497	1 367	39	Эффективная интеграция газотранспортных систем России и Белоруссии, что нивелирует транзитные риски, предоставляя дополнительные гарантии сбыта газа на долгосрочную перспективу на соответствующем рынке
Sulzer (группа компаний «Ренова»)	Cardo Flow Solutions (Швеция)	Машиностроение и металлообработка	1 113	442	40	Ожидаемый синергетический эффект от выхода на новые рынки, получения общих источников снабжения и трудовых ресурсов
ОАО «Атомредметзолото»	Mantra Resources Limited (Австралия)	Металлургическая	1 064	680	64	Плата за получение контроля, ожидаемый эффект синергии от объединения бизнеса, а также ожидаемый прирост стоимости при дальнейшем проектировании за счет оптимизации технических параметров проекта
ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»	Steel Invest and Finance S.A. (Люксембург)	Металлургическая	867	290	33	Премия за контроль и синергия от возможности использования активов приобретенной компании для продвижения металлопродукции на рынки США и Европы

Продолжение табл. 1

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
ОАО «Мечел»	Донецкий электрометаллургический завод (Украина)	Металлургическая	422	224	53	Синергетический эффект в области торговли болванками и валками, получаемыми методом непрерывного литья из специальной стали, а также от укрепления позиции на рынках Европы и США
ОАО «РусГидро»	ООО «Энергетическая сбытовая компания Башкортостана»	ТЭК	193	70	36	Значительная ожидаемая синергия
ОАО «Интер РАО ЕЭС»	АО «Храми ГЭС-I» и АО «Храми ГЭС-II» (Грузия)	ТЭК	104	25	24	–
ОАО «Волжская ТГК»	ОАО «Ульяновскэнергоспецремонт», ОАО «Саратовское производственное ремонтное предприятие», ОАО «Самарское производственно-ремонтное предприятие», ОАО «Самараэнергоспецремонт», ОАО «Оренбургэнергоремонт», ОАО «Инженерный центр»	ТЭК	73	50	69	Наличие практического опыта и высокой технической подготовки персонала приобретенных предприятий, а также ожидаемый синергетический эффект от интеграции этих предприятий
2012						
ОАО «Газпром»	ОАО «Газпром нефтехим Салават»	ТЭК	1 914	1340	70	–
Anadolu Efes (Турция)	SABMiller Plc (пивоваренные активы в России и на Украине)	Пищевая	1 750	622	36	–
Группа «ЕвроХим»	Активы BASF в Бельгии (EuroChem Antwerpen NV)	Химическая	1 174	345	29	Выгодное расположение производственных мощностей, производственная экспертиза, высококвалифицированные специалисты и прочие факторы, которые, как ожидается, приведут к более высокой рентабельности приобретенных активов, чем предполагалось в определении справедливой стоимости приобретенных активов и обязательств
ОАО «Лукойл»	Совместное предприятие по управлению нефтеперерабатывающим комплексом ISAB (Италия)	ТЭК	2 074	646	31	–

Продолжение табл. 1

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
ОАО «ОХК «Уралхим»	ОАО «Минеральные удобрения»	Химическая	486	253	52	Премия за контроль, выгода, которая возникнет в будущем в результате действия эффекта синергии, роста выручки, развития рынка и использования человеческого капитала
ОАО «Силовые машины»	ОАО «Энергомашиностроительный Альянс»	Машиностроение и металлообработка	315	309	98	Рыночная позиция приобретаемой компании и синергетический эффект, ожидаемый от объединения компаний, в рамках существующего бизнеса
ОАО «МХК «ЕвроХим»	K+S Nitrogen GmbH (Германия)	Химическая	249	22	9	Эффективная дистрибьюторская структура, высококвалифицированные специалисты и прочие факторы, которые, как ожидается, приведут к более высокой рентабельности приобретенных активов, чем предполагалось в определении справедливой стоимости приобретенных активов и обязательств
Группа «ГМС» (Гидравлические машины и системы)	ОАО «Казанькомпрессормаш»	Машиностроение и металлообработка	172	97	57	–
ОАО «НК Роснефть»	ООО «Центр исследований и разработок»	ТЭК	137	69	50	Ожидаемый синергетический эффект от внедрения приобретенных инновационных технологий в области переработки нефти и газа, а также нефтехимии
ОАО «Фармстандарт»	Группа компаний «Биопроцесс»	Химическая	59	30	50	Ожидаемый синергетический эффект от приобретения и возможность заключения договоров на продажу в отношении существующей и разрабатываемой продукции приобретенных компаний
2013						
ОАО «ОХК «Уралхим»	ОАО «Уралкалий»	Химическая	2 955	53	2	–
ООО «Ямал Развитие» (группа «НОВАТЭК»)	ООО «СеверЭнергия»	ТЭК	2 939	241	8	–
ОАО «НК Роснефть»	ООО «ТНК-Шереметьево»	ТЭК	742	618	83	Ожидаемый синергетический эффект от получения доступа к премиальному каналу сбыта
ОАО «Фармстандарт»	Bever Pharmaceutical Pte Ltd (Сингапур)	Химическая	590	167	28	Стабильные долгосрочные поставки сырья, необходимые для двух основных брендов; повышение рентабельности безрецептурного бизнеса ввиду его выделения; улучшение позиционирования затрат и гибкости для приспособления к динамике конкурентного рынка; реализация потенциального синергетического эффекта от непосредственной работы с сырьем

Окончание табл. 1

Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Объем сделки, млн долл.	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.	SOI, %	Обоснование гудвилла в финансовой отчетности покупателя
Schneider Electric SA (Франция)	ЗАО «ГК «Электрощит» – ТМ Самара»	Машиностроение и металлообработка	3 30	607	184	–
Evraz plc (Великобритания)	ОАО ГМК «Тимир»	Металлургическая	149	6	4	–
ОАО «Группа ЛСР»	ООО «Газстрой»	Промышленность строительных материалов	135	13	10	–
ОАО «МХК «Евро-Хим»	ОАО «Мурманский морской торговый порт»	Химическая	108	39	36	–
ОАО «Мосэнерго»	ООО «ТеплоЭнергоРемонт»	ТЭК	76	64	84	Потенциальное увеличение эффективности ремонта и реконструкций электростанций и ожидаемые поступления от оказания услуг внешним контрагентам
Frutarom Industries Ltd (Израиль)	ООО «Группа компаний ПТИ»	Пищевая	50	21	42	Синергетический эффект от укрепления технологического потенциала группы и продуктовой диверсификации

Источник: составлено авторами по данным годовой отчетности, представленной на официальных сайтах упомянутых компаний.

Проведенное исследование позволило составить рейтинг 10 крупнейших интеграционных сделок с участием российских промышленных предприятий и комплексов за 2008–2013 гг. с наибольшими объемами приобретенного гудвилла (табл. 2).

Также был составлен рейтинг 10 крупнейших интеграционных сделок с участием российских промышленных предприятий и комплексов за 2008–2013 гг. с наивысшими индексами синергетического оптимизма (табл. 3).

Исходя из приведенных данных, покупателем, готовым больше всех переплачивать за синергию как в абсолютном (6-е и 9-е места), так и в относительном (2-е и 10-е места) выражениях в 2008–2013 гг., стал один из ведущих российских металлургических комплексов – группа «Евраз».

Металлургия и топливно-энергетический комплекс показали наибольшую степень синергетического оптимизма инвесторов. Так, 4 сделки из 10 с наивысшими объемами приобретенного гудвилла и 3 сделки из 10 с наивысшими индексами синергетического оптимизма пришлись на долю металлургии, а 3 сделки из 10 с наивысшими объемами приобретенного гудвилла и 5 сделок из 10 с наивысшими индексами синергетического оптимизма – на долю топливно-энергетического комплекса.

Также стоит отметить, что наивысшие объемы приобретенного гудвилла более характерны для докризисных сделок 2008 г., а наивысшие индексы синергетического оптимизма – для сделок последних лет (2012–2013 гг.), что может свидетельствовать об усилении уверенности инвесторов в достижении синергетического эффекта в результате интеграционных сделок в российской промышленности.

Кроме того, на основании анализа пояснений к финансовой отчетности участников сделок был составлен рейтинг 10 наиболее часто упоминаемых мотивов переплаты за приобретаемую компанию (табл. 4).

Таблица 2

Рейтинг 10 крупнейших интеграционных сделок с участием российских промышленных предприятий и комплексов за 2008–2013 гг. по объему приобретенного гудвилла

Место	Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Год проведения	Объем приобретенного гудвилла, млн долл.
1-е	Sunrise Acquisitions Ltd. (конечный покупатель – Carlsberg Group, Дания)	Baltic Beverages Holding AB (ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»)	Пищевая	2008	7 016
2-е	ОК «Русал»	ОАО «ГМК «Норильский никель»	Металлургическая	2008	6 970
3-е	PepsiCo Inc.	ОАО «Вимм-Билль-Данн»	Пищевая	2011	2 099
4-е	ОАО «Уралкалий»	ОАО «Сильвинит»	Химическая	2011	2 067
5-е	ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	ТОО «Казэнергоресурс», ТОО «Недра Казахстана»	ТЭК	2009	1 996
6-е	ООО «ЕвразГрупп»	IPSO inc. (Канада)	Металлургическая	2008	1 617
7-е	ОАО «Газпром»	ОАО «Белтрансгаз»	ТЭК	2011	1 367
8-е	ОАО «Газпром»	ОАО «Газпром нефтехим Салават»	ТЭК	2012	1 340
9-е	ООО «ЕвразГрупп»	Металлургические активы группы «Приват» (Украина)	Металлургическая	2008	863
10-е	ОАО «Атомредметзолото»	Mantra Resources Limited	Металлургическая	2011	680

Таблица 3

Рейтинг 10 крупнейших интеграционных сделок с участием российских промышленных предприятий и комплексов за 2008–2013 гг. по индексу синергетического оптимизма

Место	Покупатель	Объект сделки	Отрасль	Год проведения	SOI*, %
1-е	Schneider Electric SA (Франция)	ЗАО «ГК «Электрощит» – ТМ Самара»	Машиностроение и металлообработка	2013	184
2-е	ООО «ЕвразГрупп»	Claymont Steel Holdings	Металлургическая	2008	111
3-е	ОАО «Силовые машины»	ОАО «Энергомашиностроительный Альянс»	Машиностроение и металлообработка	2012	98
4-е	ОАО «Мосэнерго»	ООО «ТеплоЭнергоРемонт»	ТЭК	2013	84
5-е	ОАО «НК Роснефть»	ООО «ТНК-Шереметьево»	ТЭК	2013	83
6-е	ОАО «Мечел»	АО «Топлофикация Русе» (Болгария)	Металлургическая	2010	74
7-е	ОАО «Газпром»	ОАО «Газпром нефтехим Салават»	ТЭК	2012	70
8-е	ОАО «Волжская ТГК»	ОАО «Ульяновскэнергоспецремонт», ОАО «Саратовское производственное ремонтное предприятие», ОАО «Самарское производственно-ремонтное предприятие», ОАО «Самараэнергоспецремонт», ОАО «Оренбургэнергоремонт», ОАО «Инженерный центр»	ТЭК	2011	69
9-е	ОАО «Лукойл»	ООО «Смоленскнефтеснаб», ООО «Компания «Ай. Эр. Ти. Инвестмент», ООО «ПМ-Инвест», ООО «Ретайер хаус»	ТЭК	2009	69
10-е	ООО «ЕвразГрупп»	IPSO inc. (Канада)	Металлургическая	2008	67

* Значения индекса синергетического оптимизма, превышающие 100%, получены в связи с приобретением компаний с отрицательной величиной чистых активов.

Таблица 4

Рейтинг 10 наиболее часто упоминаемых мотивов переплаты за приобретаемую компанию в крупнейших интеграционных сделках с участием российских промышленных предприятий и комплексов за 2008–2013 гг.

Место	Группы мотивов	Частота упоминания в финансовой отчетности покупателей
1-е	Синергия взаимодействия	20
2-е	Потенциал рынка (в том числе увеличение продаж и выход на новые рынки)	12
3-е	Интеллектуальный капитал и человеческие ресурсы (в том числе повышение эффективности труда, НИОКР, опытный персонал)	8
4-е	Экономия затрат	4
5-е	Премия за контроль	4
6-е	Прибыльность приобретаемого бизнеса	2
7-е	Комбинация брендов	2
8-е	Диверсификация	2
9-е	Увеличение эффективности	1
10-е	Географические преимущества	1

Таким образом, можно сделать вывод о том, что для промышленности характерны примерно те же мотивы синергетического оптимизма, что и для всего российского рынка слияний и поглощений в целом, которые были прокомментированы в работе [7].

На четвертом и завершающем этапе исследования была определена динамика изменения абсолютных и относительных показателей, характеризующих синергетический оптимизм покупателей. Динамика изменения среднего объема гудвилла, признанного в финансовой отчетности покупателя, приведена на рис. 1.

Однако, как было показано в работе [7], гораздо более репрезентативными являются не абсолютные показатели, а относительный показатель – индекс синергетического оптимизма. Динамика изменения среднегодового индекса синергетического оптимизма приведена на рис. 2.

Можно сделать вывод о достаточно высокой корреляции между динамикой изменения среднего объема гудвилла и среднего индекса синергетического оптимизма по всему российскому рынку слияний и поглощений и в промышленности. Можно также сделать вывод о том, что в крупнейших сделках с участием российских промышленных предприятий и комплексов, которые привели к образованию гудвилла в финансовой отчетности покупателя, прослеживается значительный уровень индекса синергетического оптимизма: покупатели готовы переплачивать в среднем более 44% от справедливой стоимости приобретаемой компании за потенциальные синергетические эффекты.

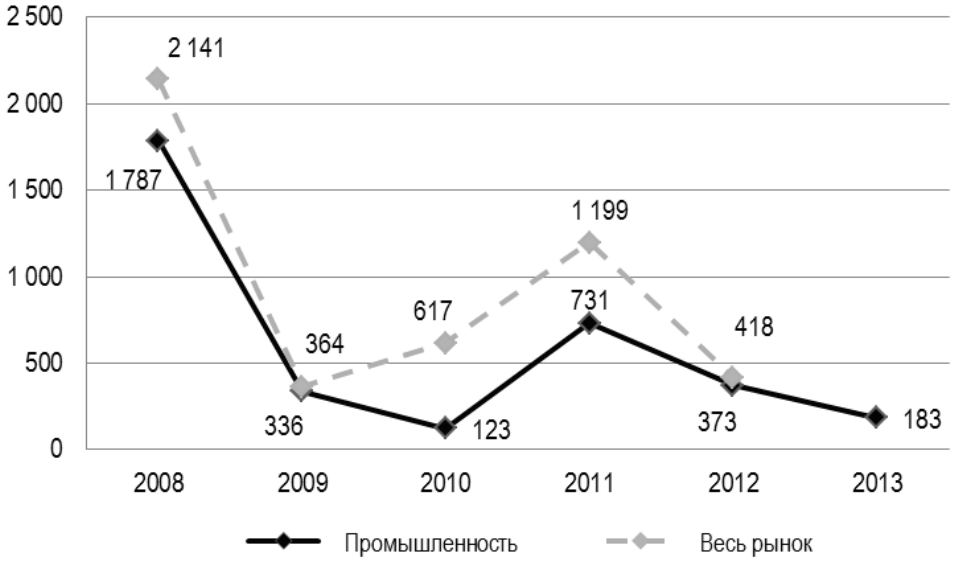

Рис. 1. Динамика изменения среднего объема гудвилла в сделках с участием российских предприятий и комплексов за 2008–2013 гг., млн долл.

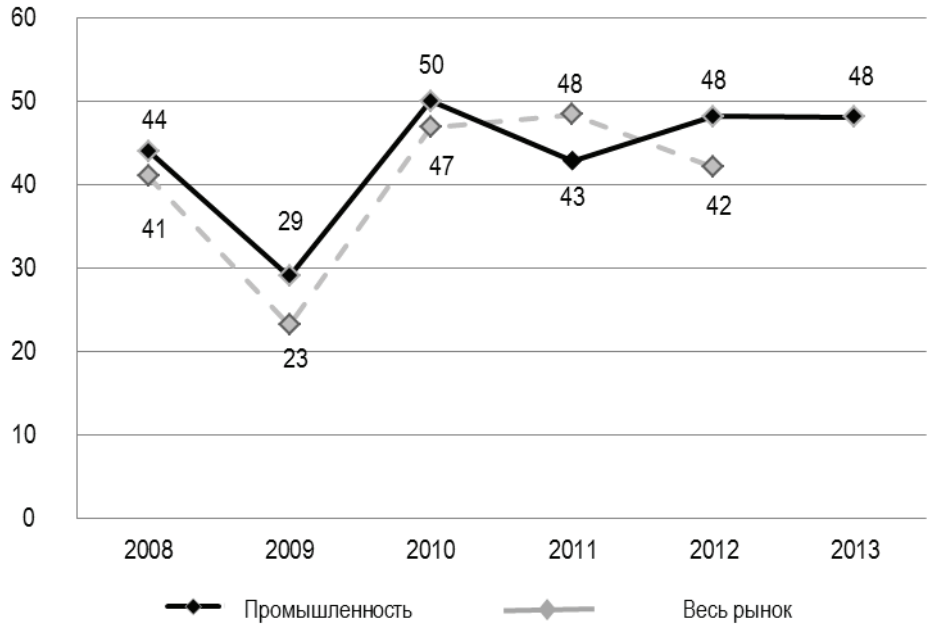

Рис. 2. Динамика изменения среднегодового индекса синергетического оптимизма в сделках с участием российских предприятий и комплексов за 2008–2013 гг., %

ших интеграционных сделках с участием российских компаний // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 24. С. 31–40.

8. *Иванов А.Е.* Синергетический эффект интеграции компаний: механизм формирования, оценка, учет: монография. М.: ИНФРА-М, 2014. 156 с.

9. *Игнатишин Ю.* Классификация процессов слияния и поглощения на основе уровня приобретаемых прав корпоративного контроля // Рынок ценных бумаг. 2005. № 5. С. 44–47.

10. *Соколов Я.В., Пятов М.Л.* Гудвилл: «новая» категория бухгалтерского учета // Бухгалтерский учет. 1997. № 2. С. 46–50.

11. *Соколова Н.А.* Загадки гудвилла // Финансы и бизнес. 2005. № 1. С. 108–112.

12. *Agrawal A., Jaffe J.* The post merger performance puzzle // Advances in mergers and acquisitions. 2000. № 1. P. 119–156.

13. *Bradley M., Desai A., Kim E.H.* Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms // Journal of financial economics. 1988. № 21. P. 3–40.

14. *Cartwright S., Cooper C.L.* Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances, integrating people and cultures. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1996.

15. *Evans F.Ch., Bishop D.M.* Valuation of companies in mergers and acquisitions: Creating value in private companies. Harvard Business Review, 2004. 332 p.

16. *Hitt M.A., King D., Krishnan H., Makri M., Schijven M., Shimizu K., Zhu H.* Mergers and acquisitions: overcoming pitfalls, building synergy, and creating value post-print // Business Horizons. 2009. Vol. 52. № 6. P. 523–529.

17. *Kristofferson S., McNish R., Sias D.* Winner's curse: the errors of mergers // Bulletin of McKinsey. 2004. № 2.

18. *Laamanen T.* On the role of acquisition premium in acquisition research // Strategic management journal. 2007. № 28. P. 1359–1369.

Список литературы

1. *Генералова Н.В., Соколова Н.А.* Гудвилл в финансовой отчетности по МСФО // Международный бухгалтерский учет. 2013. № 16. С. 16–28.

2. *Иванов А.Е.* Априорная оценка синергетического эффекта интеграции на основе нечетко-множественной модели определения коэффициента синергетического роста // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 42. С. 33–42.

3. *Иванов А.Е.* Генезис синергетического подхода в исследованиях слияний и поглощений: развенчание главного мифа о синергии // Финансы и кредит. 2013. № 42. С. 69–78.

4. *Иванов А.Е.* Деловая репутация компании (гудвилл) как проекция синергетического эффекта ее деятельности на финансовую отчетность // Международный бухгалтерский учет. 2013. № 34. С. 18–26.

5. *Иванов А.Е.* Предварительное обоснование целесообразности сделок слияния и поглощения на основе анализа иерархий возможных синергетических эффектов // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 8. С. 39–47.

6. *Иванов А.Е.* Российский рынок слияний и поглощений: в поисках синергетического эффекта // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 41. С. 60–70.

7. *Иванов А.Е.* Синергетический оптимизм: за что и сколько переплачивают покупатели в крупней-

19. *Marks L.M., Mirvis P.H.* Managing mergers, acquisitions, and alliances: creating an effective transition structure // Organizational dynamics. 2000. Winter. P. 35–47.

20. *Sirower M.L.* The synergy trap: how companies lose the acquisition game. New York: The Free Press, 1997.

Economic analysis: theory and practice ***Investing***
ISSN 2311-8725 (Online)
ISSN 2073-039X (Print)

SYNERGETIC OPTIMISM IN RUSSIAN INTEGRATION TRANSACTIONS: AN INDUSTRIAL ASPECT

Aleksei E. IVANOV,
Ekaterina Yu. SALOMATINA

Abstract

The article considers the major integration deals involving Russian companies. It analyzes the 60 largest deals for 2008–2013 with the participation of Russian industrial enterprises and complexes, which resulted in the buyer's financial statements goodwill. To do this, in the first phase of the study the authors summarized the results of annual surveys of integration deals, identified the biggest of them for 2008–2013, which Russian industrial enterprises and complexes attended as sellers or buyers. In the second phase, the authors examined the financial statements of the remaining transactions and excluded acquisitions resulted in no goodwill. In the third phase, the authors carried out a detailed analysis of the financial statements of the companies-buyers that satisfied the criteria of selection of the first and second stages, and identified the exact transaction volumes and values of the recognized in the financial statements goodwill, and its root causes. At the same time, the authors calculated indices of synergetic optimism for each transaction, designed to assess the expectations of buyers to achieve the synergies resulting from the integration transaction and determined as the ratio of the amount of goodwill recognized in the financial statements of the purchaser, to the total cost of the acquisition of an enterprise or a complex. The paper submits the ratings of the most amounts of goodwill deals and the highest index values of synergetic optimism, the rating of overpayment for purchased factories or facilities, the dynamics of average annual index of synergetic optimism and dynamics of average amount of goodwill for transactions with participation of Russian industrial enterprises and complexes. The article can be useful to all those interested in integration processes in the Russian industry.

Keywords: mergers and acquisitions, integration, industry, synergetic effect, synergy, goodwill, synergetic optimism index

References

1. Generalova N.V., Sokolova N.A. Gudvill v finansovoi otchetnosti po MSFO [Goodwill in IFRS financial statements]. *Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet = International accounting*, 2013, no. 16, pp. 16–28.

2. Ivanov A.E. Apriornaya otsenka sinergeticheskogo effekta integratsii na osnove nechetko-mnozhestvennoi modeli opredeleniya koeffitsienta sinergeticheskogo rosta [Prior assessment of the synergies of integration based on a fuzzy multiple model of defining the synergistic growth coefficient]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2012, no. 42, pp. 33–42.

3. Ivanov A.E. Genezis sinergeticheskogo podkhoda v issledovaniyakh sliyanii i pogloshchenii: razvenchanie glavnogo mifa o sinergii [Genesis of synergetic approach in researches of M&A: dethronement of the main myth about the synergy]. *Finansy i kredit = Finance and credit*, 2013, no. 42, pp. 69–78.

4. Ivanov A.E. Delovaya reputatsiya kompanii (gudvill) kak proektsiya sinergeticheskogo effekta ee deyatel'nosti na finansovuyu otchetnost' [The business reputation of the company (goodwill) as a projection of the synergy of its activities on financial statements]. *Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet = International accounting*, 2013, no. 34, pp. 18–26.

5. Ivanov A.E. Predvaritel'noe obosnovanie tselesoobraznosti sdelok sliyaniya i pogloshcheniya na osnove analiza ierarkhii vozmozhnykh sinergeticheskikh effektov [Preliminary feasibility of mergers

and acquisitions on the basis of analysis of hierarchies of possible synergistic effects]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2013, no. 8, pp. 39–47.

6. Ivanov A.E. Rossiiskii rynok sliyanii i pogloshchenii: v poiskakh sinergeticheskogo effekta [The Russian market of mergers and acquisitions: in search for synergy]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2013, no. 41, pp. 60–70.

7. Ivanov A.E. Sinergeticheskii optimizm: za chto i skol'ko pereplachivayut pokupateli v krupneishikh integratsionnykh sdelkakh s uchastiem rossiiskikh kompanii [Synergistic optimism: what for and how much do buyers overpay in major integration deals involving Russian companies?]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2014, no. 24, pp. 31–40.

8. Ivanov A.E. *Sinergeticheskii effekt integratsii kompanii: mekhanizm formirovaniya, otsenka, uchet* [Synergistic effect of integrating companies: a mechanism of formation, valuation, accounting]. Moscow, INFRA-M Publ., 2014, 156 p.

9. Ignatishin Yu. Klassifikatsiya protsessov sliyaniya i pogloshcheniya na osnove urovnya priobretaemykh prav korporativnogo kontrolya [Classification of processes of mergers and acquisitions on the basis of the level of corporate control rights]. *Rynok tsennykh bumag = Securities market*, 2005, no. 5, pp. 44–47.

10. Sokolov Ya.V., Pyatov M.L. Gudvill: "novaya" kategoriya bukhgalterskogo ucheta [Goodwill: the new category of accounting]. *Bukhgalterskii uchet = Accounting*, 1997, no. 2, pp. 46–50.

11. Sokolova N.A. Zagadki gudvilla [Goodwill puzzles]. *Finansy i biznes = Finance and business*, 2005, no. 1, pp. 108–112.

12. Agrawal A., Jaffe J. The post merger performance puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2000, no. 1, pp. 119–156.

13. Bradley M., Desai A., Kim E.H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 1988, no. 21, pp. 3–40.

14. Cartwright S., Cooper C.L. Managing Mergers, Acquisitions, and Strategic Alliances, Integrating People and Cultures. Oxford, Butterworth-Heinemann, 1996.

15. Evans F.Ch., Bishop D.M. Valuation of Companies in Mergers and Acquisitions: Creating Value in Private Companies. Harvard Business Review, 2004, 332 p.

16. Hitt M.A., King D., Krishnan H., Makri M., Schijven M., Shimizu K., Zhu H. Mergers and acquisitions: overcoming pitfalls, building synergy, and creating value post-print. *Business Horizons*, 2009, vol. 52, no. 6, pp. 523–529.

17. Kristofferson S., McNish R., Sias D. Winner's curse: the errors of mergers. *Bulletin of McKinsey*, 2004, no. 2.

18. Laamanen T. On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 2007, no. 28, pp. 1359–1369.

19. Marks L.M., Mirvis P.H. Managing mergers, acquisitions, and alliances: creating an effective transition structure. *Organizational Dynamics*, 2000, Winter, pp. 35–47.

20. Sirower M.L. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game? New York, The Free Press, 1997.

Aleksei E. IVANOV
South Ural State University, Chelyabinsk,
Russian Federation
ivanov.chel@list.ru

Ekaterina Yu. SALOMATINA
South Ural State University, Chelyabinsk,
Russian Federation
samoletina.k@mail.ru