

Валерий А. Харитонов, Ирина Е. Алексеева, Александр О. Алексеев  
**ОБОСНОВАНИЕ ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ ИЛИ СКИДКИ  
ЗА БЕСКОНТРОЛЬНОСТЬ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ  
БИЗНЕСА ПРИ СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ\***

*В статье проведен обзор нормативно-правовых документов и профессиональных стандартов, регламентирующих оценку бизнеса в различных странах. Применительно к российским условиям обоснован выбор инвестиционной стоимости в качестве базы стоимости бизнеса при сделках слияния и поглощения. Описан алгоритм интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения, учитывающий интересы каждой из сторон сделки.*

*Ключевые слова:* слияния и поглощения; участники сделки; интеллектуальная поддержка принятия решений.

*Форм. 1. Рис. 8. Лит. 26.*

Валерій О. Харитонов, Ірина Є. Алексєєва, Олександр О. Алексєєв  
**ОБГРУНТУВАННЯ ПРЕМІЇ ЗА КОНТРОЛЬ АБО ЗНИЖКИ  
ЗА БЕЗКОНТРОЛЬНІСТЬ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ ВАРТОСТІ  
БІЗНЕСУ ПРИ УГОДАХ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ**

*У статті проведено огляд нормативно-правових документів та професійних стандартів, що регламентують оцінювання бізнесу в різних країнах. Стосовно російських умов обґрунтовано вибір інвестиційної вартості як бази вартості бізнесу при угодах злиття та поглинання. Описано алгоритм інтелектуальної підтримки прийняття рішень в задачі обґрунтування премії за контроль або знижки за безконтрольність при угодах злиття та поглинання, що враховує інтереси кожної зі сторін угоди.*

*Ключові слова:* злиття і поглинання; учасники угоди; інтелектуальна підтримка прийняття рішень.

Valeriy A. Kharitonov<sup>1</sup>, Irina E. Alekseeva<sup>2</sup>, Aleksandr O. Alekseev<sup>3</sup>  
**GROUNDING THE CONTROL PREMIUM OR DISCOUNT  
FOR LACK OF CONTROL IN THE INVESTMENT VALUE  
AT MERGERS AND ACQUISITIONS**

*The article provides an overview of legislation and current professional standards which regulate business valuation in various countries. For Russian realia investment value as the basis for business value at mergers and acquisitions is chosen. The algorithm of intelligent support for decision-making is described aimed at grounding the premiums for control and/or discount for lack of control during mergers and acquisitions taking into account interests of all parties involved.*

*Keywords:* mergers and acquisitions; deal participants; intelligent support for decision-making.

**Постановка проблеми.** Работа посвящена решению двух актуальных проблем, возникающих в практике слияния и поглощения: выбор базы стоимости бизнеса, которую необходимо использовать при сделках слияния и поглощения.

---

\* Статья подготовлена при финансовой поддержке ФГБОУ ВПО «Пермский национальный исследовательский политехнический университет»

<sup>1</sup> Perm National Research Polytechnic University, Russia.

<sup>2</sup> Perm National Research Polytechnic University, Russia.

<sup>3</sup> Perm National Research Polytechnic University, Russia.

ния, а также задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощений.

В международной оценочной бизнес-практике при сделках слияния и поглощения используется вид стоимости, пришедший из Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) [4] – справедливая стоимость. Международные стандарты оценки (МСО) [17] подчинены МСФО, в связи с чем, следуя дедукции, именно справедливая стоимость должна быть базой оценки для сделок слияния и поглощения. Однако ни в российских Федеральных стандартах оценки [5], ни в украинских Национальных стандартах оценки [3], ни в Государственных стандартах оценки Республики Беларусь [6] нет категории справедливой стоимости.

Премией за контроль и скидкой за бесконтрольность называют корректировку стоимости акций в зависимости от размера приобретаемого пакета акций. При владении контрольным пакетом акций происходит увеличение стоимости каждой акции, и наоборот – ее уменьшение в случае обычного пакета.

В процессах слияний и поглощений выделяют два типа субъектов: менеджер компании-покупателя и менеджер компании-продавца. В общем случае, цель менеджера компании-покупателя – приобрести компанию за наименьшее количество денежных средств, цель менеджера компании-продавца – продать компанию по максимальной стоимости. Стремление участников сделки к удовлетворению собственных интересов приводит к конфликту, а существующие методики обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения не учитывают данный фактор.

Актуальность исследования заключается в необходимости повышения степени обоснованности принимаемых инвестиционных решений: обоснованности премии за контроль или скидки за бесконтрольность, благодаря учёту человеческого фактора, проявляющегося при сделках слияния и поглощения. Потребность субъектно-ориентированного обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность подтверждается тем, что при сделках слияния и поглощения необходимо учитывать интересы всех участников сделки.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Среди зарубежных авторов, исследующих рассматриваемые в данной работе вопросы, следует отметить А. Дамодарана, признанного специалиста в области оценки любых активов, в том числе бизнеса и акций. Он внёс существенный вклад в развитие методов определения инвестиционной стоимости [25]. Дж.Р. Хитчнер подробно рассмотрел задачу определения премий за контроль и скидок за бесконтрольность [23], а С. Мюллера и К. Бреди занимались общими и прикладными вопросами сделок слияния и поглощения [26]. К числу авторов, исследующих эти вопросы, следует отнести и отечественных авторов, таких как Е.М. Евстафьева [22], Ю.В. Игнатишин [13], А.Е. Молотников [18], П.Ю. Полухин [19], Н.Б. Рудык [20], М.А. Федотова [22] и многих других, внёсших вклад в развитие теории и практики слияний и поглощений на российском рынке.

Что касается выбора базы стоимости, то авторами проведён обзор нормативно-правовых документов и профессиональных стандартов оценки разных стран, регламентирующих оценку бизнеса. Так, в Государственных стандартах Республики Беларусь [6] есть вид стоимости, применяемый непосредственно для сделок слияния и поглощения – специальная стоимость, конкретный пример которой представляет синергетическая стоимость. В украинских Национальных стандартах оценки [3] также существует специальная стоимость, она определяется как сумма рыночной стоимости и надбавки к ней, которая формируется при наличии нетипичной мотивации или особой заинтересованности потенциального покупателя (пользователя) в объекте оценки. Вышесказанное определяет, что для сделок слияния и поглощения в украинских и белорусских стандартах используется отдельно введённая категория, отличающаяся от рыночной стоимости. Она может рассчитываться рыночными методами или рыночная стоимость представляет собой компоненту специальной стоимости. В российских же стандартах [5] не существует ни справедливой, ни специальной стоимости.

Что касается задачи определения премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения, то в результате анализа литературных источников авторами не обнаружено работ, в которых бы премии за контроль или скидки за бесконтрольность определялись бы с учётом человеческого фактора.

**Цель исследования** – обоснование базы стоимости бизнеса при сделках слияния и поглощения и разработка алгоритма интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче определения премии за контроль или скидки за бесконтрольность.

**Основные результаты исследования.** Проведя обзор нормативно-правовых документов [1; 2], международных [4; 17] и государственных стандартов [3; 5; 6], регламентирующих оценку бизнеса в отдельных странах, обнаружено, что для целей оценки бизнеса при сделках слияния и поглощения в некоторых странах используется специально введённая категория стоимости, отличающаяся от рыночной и учитывающая специфическую мотивацию лиц, заинтересованных в сделке. Применительно к российским условиям для целей оценки бизнеса при сделках слияния и поглощения могут применяться рыночная и инвестиционная стоимости, первая из которых чаще используется в бизнес практике [15], а последняя больше подходит для этих целей с теоретической точки зрения [11]. Ниже авторами в качестве базы оценки сделок слияния и поглощения будет приведена процедура обоснования именно инвестиционной стоимости применительно к российским условиям.

Учёт человеческого фактора в задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения, проявляющегося в конфликте интересов участников сделки, возможен благодаря моделированию предпочтений каждой стороны сделки, используя, например, механизмы комплексного оценивания [14], предназначенные для агрегирования разнородной информации об объектах сопоставления в единый комплексный (интегральный) показатель. Наличие комплексного показателя позволяет ранжировать любые объекты на всем множестве их представления

и определять степень преимущества одних объектов перед другими. Это обстоятельство делает возможным описание процедуры выбора (принятия решения) субъектом — носителем предпочтений, в качестве которого рассматривается лицо, принимающее инвестиционное решение [9].

**Обоснование базы стоимости применительно к сделкам слияния и поглощения.** Подробное обоснование инвестиционной стоимости в качестве базы оценки для сделок слияния и поглощения осуществлено одним из авторов в работе [11]. Доказательство построено на следующих основаниях и умозаключениях.

По факту, сложившаяся в России бизнес-практика оценки пакета акций эмитента, участвующего в процессе слияния или поглощения, основывается на рыночной стоимости ценных бумаг [15], т.е. наиболее вероятной цене, по которой их можно будет продать на открытом рынке в условиях конкуренции [5]. Стоит отметить, что рыночная стоимость представляет собой расчётную величину и отражает полезность от права собственности на объект оценки с позиции рынка.

В отличие от рыночной стоимости, инвестиционная стоимость отражает полезность от права собственности на объект оценки с позиции конкретного инвестора, а не потенциального покупателя на рынке. Согласно определению [5] инвестиционная стоимость — это вид стоимости, определяемый для конкретного лица или группы лиц при установленных инвестиционных целях использования объекта оценки. Более того, инвестиционная стоимость, как и рыночная, встречается во всех национальных стандартах оценки и потому носит универсальный характер.

В Международном стандарте оценки №2 [17] «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости» приводится понятие «стоимость действующего предприятия», т.е. стоимость бизнеса целиком. Концепция этой базы стоимости подразумевает оценку непрерывно функционирующего предприятия, исходя из которой возможно распределение или разнесение общей стоимости действующего предприятия по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость. Однако сам по себе ни один из этих компонентов не составляет рыночной стоимости.

В частности, при сделке слияния будущую компанию целесообразно рассматривать как единое предприятие, а именно это является целью сделки, тогда оценку части бизнеса, например, стоимость поглощаемой компании можно определять как составную часть общей стоимости, что согласно определению «стоимости действующего предприятия» не может определяться как рыночная стоимость. Для определения стоимости создаваемого бизнеса (или его доли) базой оценки может являться именно инвестиционная стоимость. Из этого становится видно, что рыночная стоимость не применима к сделкам слияния. Это высказывание является частноотрицательным, вследствие чего общеутвердительное высказывание о том, что для сделок слияния и поглощения следует использовать рыночную стоимость, не корректно.

Более того, согласно примечанию Международной комиссии стандартизации оценки (МКСО), совпадение результатов оценки справедливой и рыночной стоимостей носит случайный характер [17], из чего можно сделать

вывод, что рыночная стоимость не может использоваться в качестве базы оценки для слияний и поглощений. Это обуславливает противоречие между практикой применения рыночной стоимости в широком смысле и возможностью её применения для сделок слияния и поглощения.

Показав неприменимость рыночной стоимости для оценки бизнеса при слиянии и поглощении, докажем возможность применения инвестиционной стоимости в качестве базы оценки сделки слияния и поглощения, используя формальную логику: любая сделка слияния и поглощения уникальна, ограничена в ресурсах (финансовых, временных, человеческих и пр.), имеет конкретные цели и заданные критерии их достижения; требует инвестиций (в т.ч. внешних), что полностью соответствует определению инвестиционного проекта [16]. Данное высказывание является общеутвердительным и понятие «слияние и поглощение» полностью подчиняется понятию «инвестиционный проект». В случае сделки слияния и поглощения объектом оценки выступает проект с известными инвестиционными целями конкретного лица или группы лиц, что соответствует определению инвестиционной стоимости.

Используя простые категорические силлогизмы, не сложно доказать утверждение: базой оценки сделки слияния и поглощения является инвестиционная стоимость. Посылками являются следующие два простых категорических утверждения: 1) любая сделка слияния и поглощения является инвестиционным проектом; 2) базой оценки инвестиционного проекта является инвестиционная стоимость. Поскольку обе посылки являются общеутвердительными, то, согласно правилам дедукции, вывод является общеутвердительным.

Можно сделать общий вывод о том, что в условиях отсутствия в национальных стандартах оценки справедливой или специальной стоимости инвестиционная стоимость вполне подходит в качестве базы оценки для оценки акций или бизнеса при сделках слияния и поглощения, поскольку позволяет учесть интересы конкретного инвестора или группы инвесторов, заинтересованных в данной сделке, что не может быть учтено в рыночной стоимости.

**Алгоритм интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче выбора премии за контроль или скидки за бесконтрольность.** Рынок сделок слияний и поглощений является частным случаем рынка инвестиций, в связи с чем вполне корректно взять за основу модели предпочтений участника сделки слияния и поглощения модель предпочтений участника рынка инвестиций, описанную в работах [7; 9]. Данная модель учитывает 4 фактора: уровень риска, доходность, количество требуемых инвестиций и бюджет инвестора. Свёртка уровней риска и доходности определяет инвестиционную привлекательность актива или желание инвестора приобретать актив. Свёртка уровней количества требуемых инвестиций и бюджета инвестора определяет его способность к инвестированию. Следствием сочетания «желания» и «способности» является «готовность» инвестора к приобретению инвестиционного актива (рис. 1).

Рассмотрим возможность применения данной модели в сделках слияний и поглощений, где инвестор осуществляет приобретение пакета акций. Для этого приведём ряд логических рассуждений.



Рис. 1. Структура модели предпочтений участника рынка инвестиций [9]

Допустим, инвестор планирует приобрести одну акцию предприятия, максимально удовлетворяющего его с точки зрения инвестиционной привлекательности, исходя из соотношения риска и доходности, по определённой цене. Логично предположить, что, имея достаточное количество средств на её приобретение, он её приобретёт в связи с согласованностью своих притязаний и возможностей осуществления сделки. Представим, что в его бюджете есть средства на приобретение ещё одной такой акции и на рынке она также доступна. Тогда он приобретёт ещё одну акцию в связи с их максимальной инвестиционной привлекательностью. При отсутствии лучших альтернатив так будет продолжаться до тех пор, пока инвестор не выкупит все доступные на рынке акции этой компании или пока в его бюджете не закончатся средства. Альтернативой последовательному приобретению акций будет единовременное приобретение пакета акций, состоящего из такого же количества акций.

С точки зрения теории принятия решений, поведение инвестора по приобретению акций должно быть идентичным при последовательном или единовременном приобретении, поскольку эти альтернативы обладают равными полезностями и одинаковыми затратами на их осуществление.

При применении упомянутой выше четырёхфакторной модели предпочтений инвестора будет наблюдаться разница в моделируемом поведении инвестора при поочерёдном приобретении нескольких акций и при альтернативном варианте, соответствующем единовременному приобретению пакета акций, состоящих из такого же количества акций.

Для иллюстрации этого процесса рассмотрим пример: у инвестора есть возможность приобрести акции некой компании «А», отличающейся параметрами «риск» и «доходность» настолько, что промежуточная оценка «инвестиционная привлекательность» максимальна. Комплексная же оценка, зависящая от всех 4 факторов модели предпочтений, будет уменьшаться по мере роста фактора «количество требуемых инвестиций», при увеличении размера приобретаемого пакета акций компании «А». Это демонстрирует противоречие между результатом, который будет получен с помощью четырёхфакторной модели, и результатом, полученным путём приведённых выше логических умозаключений.

На основании сказанного выше можно сделать вывод, что для моделирования предпочтений инвестора на рынке сделок слияний и поглощений не

следует брать в расчёт факторы «количество требуемых инвестиций» и «бюджет инвестора», а следует рассматривать вариант только с двумя факторами — «уровень риска» и «уровень доходности», свёртка которых определит инвестиционную привлекательность актива без учёта цены на акцию (рис. 2).

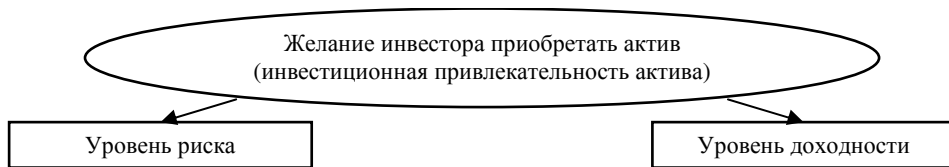


Рис. 2. Структура двухфакторной модели предпочтений участника сделки слияния и поглощения, авторская разработка

Приведение переменных в качественное (критериальное) пространство позволяет осуществлять свёртку гетерогенных по отношению друг к другу переменных.

В общем случае необходимо знать функциональную зависимость риска сделки слияния и поглощения от количества приобретаемых акций и можно полагать, что эти риски прямопропорциональны количеству приобретаемых акций. Для иллюстрации предлагаемого алгоритма интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность примем упрощение, что функции приведения к качественным шкалам полагаются линейными, что будет описываться зависимостью:

$$R = Q \times 0,06 + 1, \quad (1)$$

где  $R$  — уровень риска (от англ., risk — «риск»);  $Q$  — доля приобретаемых акций (от англ., quantity — «количество»).

Для того, чтобы матрица свёртки, описывающая отношение носителя предпочтений к параметрам «уровень риска» и «уровень доходности», была неубывающей, то есть непротиворечивой [12], в модели предпочтений будет использоваться контрарное понятие риску — безопасность, которое будет определено в качественной шкале комплексного оценивания следующим образом:  $S = 5 - R$ , где  $S$  — «уровень безопасности» (от англ. safety — безопасность).

Для описания параметра «уровень безопасности» используются следующие категории: 1 — уровень безопасности очень низкий / уровень риска очень высокий, т.е. катастрофичный по степени последствий; 2 — уровень безопасности низкий / уровень риска высокий, т.е. критический по степени последствий; 3 — уровень безопасности средний / уровень риска средний, т.е. приемлемый по степени последствий; 4 — уровень безопасности высокий / уровень риска низкий, т.е. пренебрежимо мал или риск практически отсутствует.

При построении функции приведения для параметра «уровень доходности» левой границей области её определения целесообразно брать безрисковую ставку, а правой границей — максимальную ставку доходности, которая доступна сейчас на рынке. Для описания параметра «уровень доходности»

используются следующие категории: 1 – очень низкий; 2 – низкий; 3 – средний; 4 – высокий.

В [10] показано, что, используя модель предпочтений инвестора, при известном уровне инвестиционных притязаний участника рынка инвестиций может быть определена зависимость требуемого конкретным инвестором уровня доходности от известного уровня риска – security investor boundary, названной так, по аналогии с традиционно применяемой для принятия решений на рынке ценных бумаг зависимостью между риском и доходностью – security market line [24].

Применительно к задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияний и поглощений security investor boundary будет показывать размеры требуемой менеджером приобретающей компании доходности за риски, соответствующие определённому пакету акций.

Приведём алгоритм интеллектуальной поддержки принятия решений, позволяющий строить security investor boundary и определять премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияний и поглощений.

ШАГ 1. Строится модель предпочтений участника сделки слияния и поглощения, путём заполнения бинарной матрицы свёртки параметров «уровень риска» и «уровень доходности» (рис. 3). Как отмечено выше, в результате свёртки данных параметров формируется интегральная оценка «инвестиционная привлекательность», отражающая желание инвестора приобретать инвестиционный актив, в данном случае – определённого размера пакет акций приобретаемой компании. Матрица свёртки отражает отношение инвестора к безопасности инвестирования денежных средств и ожидаемой доходности от их вложения в виде категорических суждений, описывающих составные правила вывода «если уровень безопасности ... и уровень доходности ..., то инвестиционная привлекательность ...». Для описания параметра «инвестиционная привлекательность» используются следующие категории: 1 – очень низкая; 2 – низкая; 3 – средняя; 4 – высокая.

		<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>S, уровень безопасности</b> 4 – высокий 3 – средний 2 – низкий 1 – очень низкий
	<b>4</b>	3	3	2	1	
	<b>3</b>	2	2	2	1	
	<b>2</b>	1	1	1	1	
	<b>1</b>	1	1	1	1	
<b>Rg, уровень доходности</b>		4 – высокий	3 – средний	2 – низкий	1 – очень низкий	

Рис. 3. Пример заполнения матрицы свёртки случайного участника сделки слияния и поглощения, авторская разработка

На рис. 3 представлена матрица, заполненная случайным образом и, соответственно, не отражающая отношение к рискам и доходности какого-либо конкретного участника какой-либо конкретной сделки слияния и поглощения. Однако можно допустить, что найдётся лицо, принимающее инвестиционные решения в отношении сделки слияния и поглощения, который опишет своё отношение набором логических высказываний «если, то» соответ-



ственно приведённой матрице. Далее в работе под участниками сделки подразумеваются случайные менеджеры.

ШАГ 2. Задаётся уровень инвестиционных притязаний на поверхности, полученной путём интерполяции дискретной матрицы свёртки, для определения кривых безразличия заданного уровня (рис. 4), называемых в разной литературе изоквантами, изоквалитами, изоутилами и др. В данной работе будем использовать термин «изопрайсы», введённый в [14] от др. греч. *isos* – «одинаковый» и англ. *price* – «цена». Интерполировать дискретную матрицу свёртки можно используя процедуру нечёткого комплексного оценивания [7], автоматизированную в программе [21].

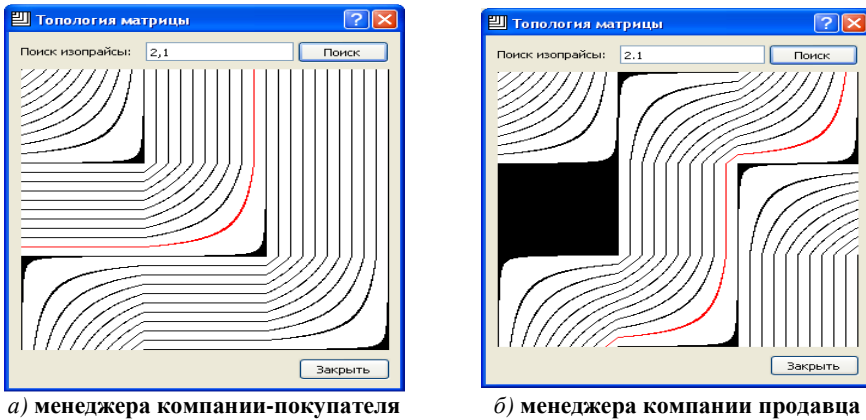


Рис. 4. Уровни инвестиционных притязаний, авторская разработка

ШАГ 3. Удаляются все лишние изопрайсы и подписываются оси в рамках используемой системы координат (рис. 5).

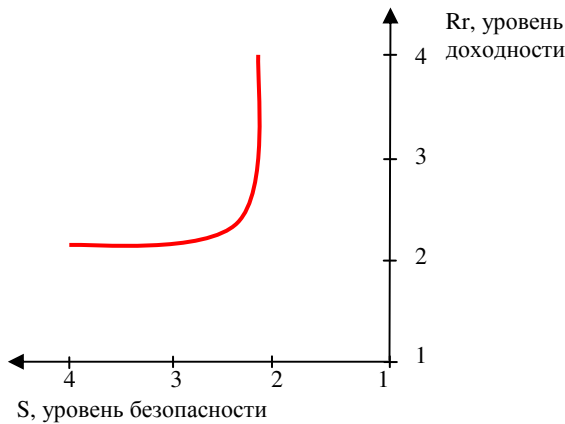
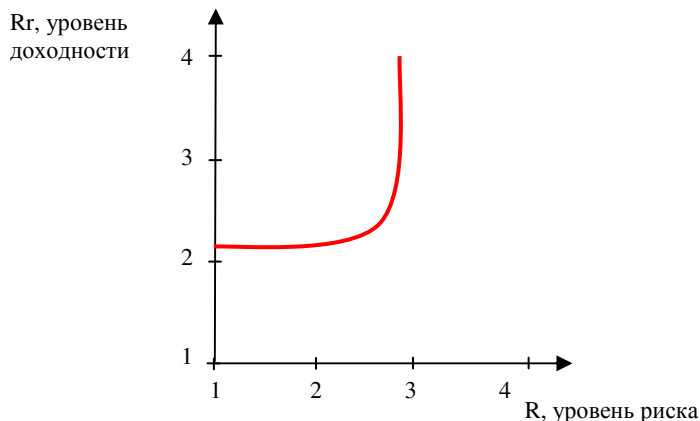


Рис. 5. Изопрайс, соответствующий допустимому соотношению уровня безопасности и доходности, согласно уровню притязаний менеджера компании покупателя, авторская разработка

ШАГ 4. Поворачиванием рисунка на 90 градусов получен график в координатах «доходность – уровень безопасности». Зеркальным отражением полученного графика относительно середины оси «уровень безопасности» перей-

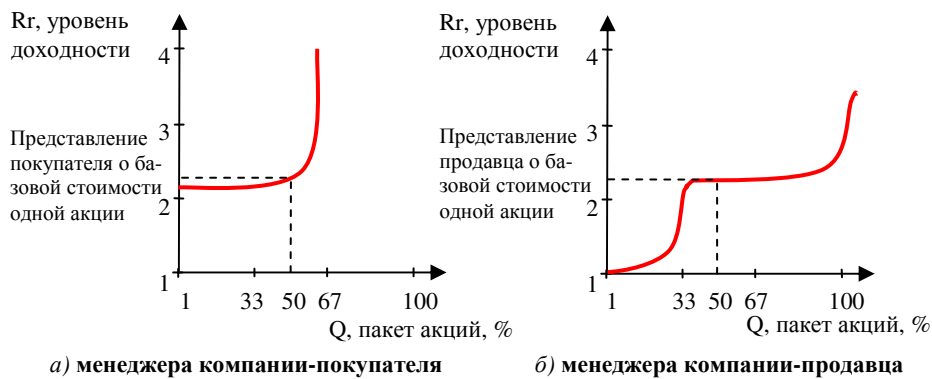
дём в оси «доходность — уровень риска». В результате получим необходимую зависимость security investor boundary (рис. 6).



**Рис. 6. Соотношение уровня риска и доходности согласно уровню притязаний менеджера компании покупателя, авторская разработка**

Уставную стоимость одной акции приобретаемой компании будем называть базовой и определять по ней стоимость только одной акции 50%-ого пакета. При меньшем пакете акция должна иметь скидку за бесконтрольность, при большем пакете — премию за контроль.

ШАГ 5. Используя (1), переходим от уровня риска к размеру пакета акций и получаем искомую зависимость требуемой доходности от размера пакета акций (рис. 7).

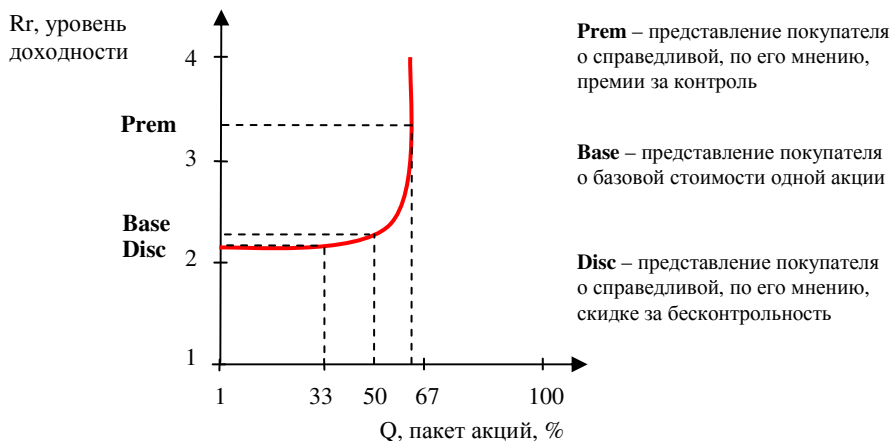


**Рис. 7. Security investor boundary, авторская разработка**

ШАГ 6. Используя security investor boundary, определяем, какая премия за контроль или скидка за бесконтрольность будет при конкретном пакете акций (рис. 8).

Из рис. 8 видно, что инвестор сможет выкупить только 65%-ный пакет акций, поскольку на большие риски он ни при каких условиях не пойдёт. Более того, при таких рисках, согласно модели предпочтений менеджера ком-

пании-покупателя, он будет требовать почти двукратную доходность, что будет ограничением для покупки пакета акций данного размера.



**Рис. 8. Графо-аналитическое определение премии за контроль или скидки за бесконтрольность для менеджера компании-покупателя, авторская разработка**

Разработанный алгоритм интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче обоснования премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения учитывает человеческий фактор в виде отношения инвестора к риску и доходности, его индивидуальной склонности к риску (risk appetite) и терпимости риска (risk tolerance).

По результатам исследования можно сделать следующие **выводы**.

Проведён обзор российских и зарубежных нормативно-правовых документов и профессиональных стандартов, регламентирующих оценку бизнеса. Применительно к российским условиям обоснован выбор инвестиционной стоимости в качестве базы стоимости акций компаний при сделках слияния и поглощения.

Разработанный авторами статьи алгоритм интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче определения премии за контроль или скидки за бесконтрольность при сделках слияния и поглощения обеспечивает высокий уровень обоснованности за счёт учёта человеческого фактора в виде отношения инвестора к риску и доходности, его индивидуальной склонности к риску и его терпимости.

1. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України от 12.07.2001 №2658-III // zakon.rada.gov.ua.

2. Федеральный закон об оценочной деятельности в Российской Федерации от 29.1998 1 №135-ФЗ (принят Государственной Думой 16 июля 1998 года. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 года) // base.consultant.ru.

3. Про затвердження Національного стандарту №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: Постанова Кабінет Міністрів України від 10.09.2003 №1440 // zakon.rada.gov.ua.

4. Международные стандарты финансовой отчётности (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности»: Приложение №1 к Приказу Министерства финансов Российской Федерации от 25.11.2011 №160н // base.consultant.ru.

5. Про утверждение Федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»: Приказ Министерства экономического развития России от 20.07.2007 №255 // base.consultant.ru.
6. Про утверждение Государственного стандарта Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Термины и определения» СТБ 52.0.01-2011: Постановление Госстандарта Республики Беларусь от 20.01.2011 №2 // www.gki.gov.by.
7. *Алексеев А.О., Алексеева И.Е.* Процедуры нечёткого комплексного оценивания // XII Всероссийское совещание по проблемам управления (ВСПУ – 2014) (Москва, 16–19 июня 2014 г.). – М.: ИПУ РАН, 2014. – С. 7884–7893.
8. *Алексеев А.О., Алексеева И.Е., Гуреев К.А.* Моделирование предпочтений участников рынка инвестиций // Управление большими системами: материалы X-ой Всероссийской школы-конференции молодых ученых (Уфимск. гос. авиац. тех. ун-т). – Уфа: УГАТУ, 2013. – Т. 2. – С. 22–26.
9. *Алексеев А.О., Гуреев К.А., Харитонов В.А.* Интеллектуальные технологии моделирования предпочтений участника рынка инвестиций // Актуальні проблеми економіки.– 2014.– №2. – С. 435–449.
10. *Алексеев А.О., Копанева И.Е.* Интеллектуальные технологии обоснования инвестиционных решений в условиях риска // Управление в технических, эргатических, организационных и сетевых системах: Материалы 5-ой Российской мультikonференции по проблемам управления (г. Санкт-Петербург 6–9 окт. 2012 г.). – СПб.: ГНЦ РФ ОАО «Концерн «ЦНИИ «Электронприбор», 2012. – 1 электрон. опт. диск.
11. *Алексеева И.Е.* Обоснование базы стоимости при сделках слияния и поглощения // Master's Journal.– 2013.– №1. – С. 239–242.
12. *Бурков В.Н., Новиков Д.А., Щепкин А.В.* Механизмы управления эколого-экономическими системами / Под ред. академика С.Н. Васильева. – М.: Издательство физико-математической литературы, 2008. – 244 с.
13. *Игнатишин Ю.В.* Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
14. Интеллектуальные технологии обоснования инновационных решений: Монография / В.А. Харитонов и др.; Под ред. В.А. Харитонova. – Пермь: Перм. гос. техн. ун-т, 2010. – 342 с.
15. *Лениченко И. М&A.* Нужна ли бизнесу достоверная оценка? // Оценочная деятельность.– 2010.– Бюллетень 1(4), №8. – С. 100–105.
16. *Мазур И.И., Шаниро В.Д., Ольдерогге Н.Г.* Управление проектами: Учеб. пособие / Под общ. ред. И.И. Мазура. – 2-е изд. – М.: Омега-Л, 2004. – 644 с.
17. Международные стандарты оценки / Г.И. Микерин (руководитель), М.И. Недужий, Н.В. Павлов Н.Н.Яшина; В подготовке дополнений принимали участие (в скобках – номера дополнений): Д.М. Гриненко (5), А.Н. Козырев (2), Г.В. Попов (1). – М.: НОВОСТИ, 2000. – Кн. 1. – 264 с.
18. *Молотников А.* Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2006. – 334 с.
19. *Полухин П.Ю.* Премия за контроль при сделках и поглощения // Российский экономический интернет журнал.– 2007.– №3 // www.e-rej.ru.
20. *Рудык Н.Б., Семенкова Е.В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жёсткие поглощения и выкупы долговым финансированием – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
21. Свидетельство об официальной регистрации программы для ЭВМ №2014660537 от 09.10.2014 «Автоматизированная система комплексного оценивания объектов с возможностью выбора процедуры свёртки в соответствии со степенью неопределённости экспертной информации о параметрах их состояния». Авторы: Алексеев А.О., Харитонов В.А., Шайдулин Р.Ф., Мелехин М.И.
22. *Федотова М.А., Евстафьева Е.М.* Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики // Оценочная деятельность.– 2008.– №1. – С. 67–71.
23. *Хитчнер Д.Р.* Премии и скидки при оценке стоимости бизнеса / Пер. с англ. Л.И. Лопатников, О.В. Куракина; Под науч. ред. В.М. Рутгайзер. – М.: Маросейка; Омега-Л, 2008. – 176 с.
24. *Шарп У., Александр Г., Бэйли Д.* Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 1028 с.

25. *Damodaran, A.* (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3d edition. Publ. by John Wiley and Sons, Inc. 992 p.

26. *Moeller, S., Brady, C.* (2007). *Intelligent M&A – Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. Publ. by John Wiley and Sons, Inc. 328 p.

Стаття надійшла до редакції 20.10.2014.