

# МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

*Стецюк П.А., д.е.н., Национальный научный центр  
«Институт аграрной экономики» УААН, г. Киев, Украина*

Осуществление основной и инвестиционной деятельности субъектов хозяйствования нуждается в постоянном ресурсном обеспечении, доминантой которого в рыночных условиях являются финансовые ресурсы. Потребность в них сельскохозяйственных предприятий зависит от многих факторов и постоянно изменяется. Удовлетворение этой потребности достигается за счет разных источников, каждый из которых имеет индивидуальные характеристики и отличается размером платы за пользование и его сроком, условиями возвращения, структурой возвратных денежных потоков и т.п.

Теоретически существует возможность для формирования объема финансовых ресурсов достаточного для обеспечения всех производственных и инвестиционных программ отдельного предприятия. Однако практически ее реализовать достаточно сложно. Проблема финансового обеспечения простого и расширенного воспроизводства на микроуровне заключается не в отсутствии финансовых ресурсов вообще, а в доступе к ним конкретного предприятия, формах и методах их распределения между отраслями экономики и предприятиями.

Для каждого хозяйствующего субъекта существует постоянная необходимость выбора конкретной структуры источников финансовых ресурсов, анализа и оценки целесообразности их использования на финансирование отдельных мероприятий, проектов и программ. Такой анализ важен и по окончании последних для определения их эффективности, сравнения прогнозных и фактических данных, определения причин возможного не достижения запланированного результата, а также разработки мероприятий по устранению негативных факторов в будущем. Поскольку проведение такого анализа имеет постоянный характер, то возникает необходимость обоснования методологических принципов и разработки соответствующего методического аппарата для этих целей.

Разным аспектам эффективности использования финансовых ресурсов сельскохозяйственных предприятий Украины уделяется постоянное внимание как научных работников, так и специалистов-практиков. Значительный вклад в решение проблемных вопросов внесли известные ученые Н. Демьяненко, Е. Гудзь, П. Лайко, Б. Пасхавер, П. Саблук, А. Ульяновченко, А. Чупис [1-3]. Однако, несмотря на глубокую теоретико-методологическую основу и нормативно-методическую базу в этой сфере финансовой теории, в настоящее время отсутствует системное и однозначное решение пакета актуальных

вопросов, а подходы и взгляды относительно их решения варьируют в достаточно широких пределах. Отдельные авторы оценку эффективности использования финансовых ресурсов рассматривают в контексте финансового анализа, другие – в составе анализа производственно-финансовой деятельности. Еще один подход основывается на оценке оборотности активов и отдельных элементов финансовых ресурсов – денежных средств, финансовых инвестиций, дебиторской задолженности.

Очевидно, что такая неоднозначность имеет свои методологические истоки. В классическом понимании эффективность определяется соотношением результата с затратами или ресурсами, использованными для его достижения. Относительно ресурсов, то здесь все понятно – это финансовые ресурсы. Кроме понимания необходимо, чтобы они были еще и объектом определенного экономического интереса. Такая постановка кажется неуместной. Однако, если посмотреть на структурное построение современного финансового менеджмента, то финансовые ресурсы выступают его объектом в составе других финансовых категорий. Поэтому методология оценки эффективности направлена в первую очередь на эти объекты и попутно на финансовые ресурсы, которые находятся в их составе.

Такая оценка, как правило, проводится с помощью системы финансовых коэффициентов. И хотя этот подход принимается априорно без соответствующей аргументации, однако с нашей точки зрения имеет соответствующие теоретические истоки. Можно назвать по крайней мере две его общие методологические составляющие. Первая – интерпретация экономического содержания финансовых ресурсов и их роли в воспроизводственном процессе. Вторая – методология построения системы управления финансами предприятий. Первая достаточно широко представлена в специальной научной литературе. Относительно второй, то имеются в виду две из основных моделей управления финансовыми ресурсами: на основе обеспечения пропорциональности между отдельными элементами баланса и путем осуществления желаемой трансформации баланса.

Учитывая классическое понимание эффективности в контексте оценки использования финансовых ресурсов из всей совокупности финансовых коэффициентов можно применять лишь часть измерителей.

Считается, что показатели скорости оборотности активов являются главными измерителями эффективности использования оборотных средств [4, с. 189], в состав которых входят и финансовые ресурсы. Логика метода основывается на концепции финансового цикла, который по своей сути является периодом полного оборота денежных средств, то есть времени, в течение которого они проходят последовательную трансформацию в другие активы (запасы, готовая продукция, дебиторская задолженность) и иммобилизуются из оборота. Поэтому сокращение финансового цикла является позитивным явлением и свидетельством эффективности управления оборотными активами.

Еще одна аргументация такого подхода сводится к тому, что поскольку оборотные средства инвестируются предприятием в текущие операции в

период каждого операционного цикла, то критерием эффективности их использования служит фактор времени, а мерой интенсивности использования выступает оборотность [5, с.15].

Результатом роста интенсивности оборота является сокращение времени возвращения денежных средств, вложенных в другие активы. При этом скорость оборота характеризует коэффициент оборотности, который рассчитывается делением выручки от реализации на среднюю величину отдельных видов активов или всего оборотного капитала за определенный период. А отношение длины анализируемого периода к этому коэффициенту показывает длительность их обороту в днях. Реализация мероприятий, направленных на уменьшение последнего, синхронизацию движения оборотного капитала с денежными потоками и прибылью, является важным элементом эффективного управления финансами предприятия.

Очевидно, что сокращение времени оборота элементов финансовых ресурсов уменьшает их общую потребность и соответственно расходы на привлечение. Кроме того, альтернативой экономии расходов на привлечение дополнительных объемов финансовых ресурсов является получение дохода от размещения свободного остатка на депозитных счетах или путем использования других финансовых инструментов.

На длительность оборота активов предприятия наиболее существенное влияние имеет отраслевая принадлежность и сфера деятельности предприятия. Особенности сельскохозяйственного производства не позволяют существенно изменить длину операционного цикла, который имеет непосредственную связь с финансовым циклом. Кроме того, ограничивающими внешними факторами сокращения последнего являются, в частности, экономические условия деятельности, которые включают платежеспособный спрос на продукцию, качество и интенсивность взаимоотношений с поставщиками материально-технических ресурсов и потребителями продукции и т.д.

Приведенные рассуждения дают основание для вывода о том, что оборотность нельзя в полной мере отнести к показателям эффективности активов. Скорее всего это ее индикаторы.

В наибольшей степени алгоритму оценки эффективности отвечает показатель рентабельности оборотного капитала, который имеет три варианта расчета: рентабельность оборотных активов в производственной деятельности; общая рентабельность оборотных активов и экономическая рентабельность оборотных активов. Однако они не предусматривают дифференциации по отдельным составляющим оборотных активов, поэтому выводы относительно эффективности использования финансовых ресурсов на основе этих показателей достаточно приблизительные.

Остальные финансовые коэффициенты бесспорно относятся к сфере анализа финансовых ресурсов, однако малоприспособлены в качестве измерителей их эффективности. Они характеризуют не эффективность, а структурные соотношения между отдельными элементами (группой элементов) финансовых ресурсов и источниками их формирования.

Метод анализа финансовых ресурсов с помощью системы финансовых коэффициентов апробирован практикой, имеет позитивные качества и заслуженное право на его практическое использование. Однако ему присущие и определенные недостатки: отсутствие четких пределов между финансовыми ресурсами и другими активами, пренебрежение стоимостным и временным аспектами использования финансовых ресурсов, ориентация на текущие цели и игнорирование стратегической перспективы.

Второй составляющей алгоритма расчета эффективности является результат. Вопрос об идентификации результата всегда имеет определенные сложности ввиду того, что для его достижения, как правило, задействована система ресурсов. Кроме того, он имеет разнообразные формы проявления. В экономическом анализе в качестве такого используют выручку от реализации, чистый доход, прибыль, добавленную стоимость, сокращение расходов, чистые денежные потоки.

В настоящее время нет однозначного ответа на вопрос: что может быть квантифицированным эффектом использования финансовых ресурсов?

Считаем, что оценка эффективности использования финансовых ресурсов находится в плоскости моделей и алгоритмов на основе величины чистых денежных потоков.

Финансовые ресурсы иначе, чем другие активы, проявляют себя в качестве источника доходов. Для реализации этой функции их необходимо обособить и отделить от других экономических ресурсов предприятия и превратить в инвестиционный ресурс. Это может происходить путем передачи на условиях платности временно свободных средств предприятия другим субъектам ведения хозяйства. В частности, размещение их на текущих, расчетных, валютных счетах в банках; приобретение паевых и долговых обязательств, эмитированных другими субъектами ведения хозяйства и тому подобное. Формой платы за пользование этими средствами выступает процент. А для предприятия последний является доходом, получение которого обеспечивают финансовые ресурсы. Их рефинансирование, то есть использование как инвестиционного ресурса решает разные задачи: диверсификацию финансовых рисков; аккумуляцию финансовых ресурсов для роста финансового потенциала, обеспечения конкурентоспособности и реализации экономической стратегии; продолжения своего присутствия на рынке; экономического развития предприятия и т.д.

Кроме того, реинвестирование финансовых ресурсов тесно связано с их трансформационным свойством, которое в финансовой модели предприятия реализуется через движение денежных потоков. Таким способом осуществляется непосредственная взаимосвязь между финансовыми и другими видами экономических ресурсов предприятия. Поэтому мы разделяем мнение тех авторов, которые считают, что «денежный поток выступает превращенной формой существования экономической категории – деньги и финансовой категории – финансовые ресурсы» при этом «вместе с денежными средствами имеет место движение финансовых ресурсов» [6, с.258].

Из такого понимания вытекает то, что денежные потоки – это результат формирования и использования финансовых ресурсов, а их чистое приростное значение является эффектом этих процессов.

Методы анализа эффективности на основе дисконтированных денежных потоков хорошо известны в финансовой теории и имеют широкое применение в практике управления зарубежными предприятиями. Однако в отечественной финансовой литературе о методе дисконтированного чистого денежного потока, как правило, говорят лишь в контексте инвестиционного анализа. Что же касается его использования для оценки эффективности финансовых ресурсов, то этот вопрос вообще не рассматривается.

Считаем, что метод дисконтированных денежных потоков наиболее пригоден для оценки целесообразности и эффективности использования финансовых ресурсов.

Общий алгоритм метода учитывает такие факторы влияния как время, риск и стоимость разных источников финансовых ресурсов. Его базовыми составными элементами выступают: оценка активов, которые используются в проекте; приростной чистый денежный поток; оценка уровня риска для денежных потоков и включения его в анализ (метод безрискового эквивалента или метод скорректированной на риск ставки дисконта); прогнозирование расходов на привлечение финансовых ресурсов за счет разных источников, которая находит свое выражение в величине средневзвешенной цены последних; сравнение ожидаемой доходности и цены источников финансовых ресурсов и, при необходимости, коррекции их структуры; определение приведенной (теперешней) стоимости приростного чистого денежного потока с помощью моделей оценки изменения ценности (стоимости) денег во времени.

Стоит отметить, что традиционно проводят расчет теперешней стоимости денежного потока. Однако для большинства из используемых показателей можно определить и будущую или конечную стоимость. Такой подход может быть оправдан для плановых расчетов долгосрочного характера и в случае необходимости аккумуляции значительных объемов финансовых ресурсов для перспективного развития.

Следует выделить такой элемент как оценка активов, которые используются в проекте. Как правило, его не включают в приведенный алгоритм. Объем необходимых для реализации финансовых ресурсов и других активов, с которыми сравниваются будущие чистые денежные потоки, рассматривается как известная величина. Считаем, что такой подход имеет формальный характер и может существенно повлиять на достоверность рассчитанных показателей эффективности использования финансовых ресурсов, а следовательно и на результат выбора.

Основными показателями, которые базируются на денежных потоках, является чистая теперешняя стоимость (*NPV*), внутренняя норма доходности (*IRR*), модифицирована внутренняя норма доходности (*MIRR*) и индекс рентабельности (*PI*).

Эти методы хорошо известны из специальной литературы, потому остановимся лишь на характеристике отдельных аспектов их практического применения.

Наиболее универсальным показателем оценки эффективности денежных потоков считается показатель *чистой теперешней стоимости*.

С теоретической точки зрения модель *NPV* имеет неоспоримое позитивное свойство – адитивность, то есть возможность сложения, которая с математической точки зрения интерпретируется следующей формулой:

$$NPV_{A+B+C+\dots+N} = NPV_A + NPV_B + NPV_C + \dots + NPV_N \quad (1)$$

Однако стоит заметить, что это равенство правильно лишь для случая, когда каждый из включенных в оценку проектов имеет идентичную структуру и цену источников их финансирования. На это обстоятельство достаточно часто не обращают внимание, считая, что норма дисконта, которая в модели представляет средневзвешенную цену источников формирования финансовых ресурсов, для всех вариантов их использования должен быть одинаковой. В действительности это не так, для каждого такого случая норма дисконта имеет индивидуальное значение.

Для методологической правильности расчетов важное значение имеет и то, чтобы временные интервалы совпадали с периодами выплаты процентов кредиторам и инвесторам, средства которых используются для финансирования запланированных мероприятий. Например, если предприятие платит проценты коммерческому банку за пользование кредитом раз в квартал, то и дисконтирование денежных потоков должно осуществляться соответственно тоже поквартально. Как правило, это требование игнорируется не только в практике финансового управления, но и остается вне поля зрения авторов многочисленных научных публикаций по данному вопросу.

Другим распространенным показателем является внутренняя норма доходности. Экономическое содержание показателя и соответствующие области его применения имеют два аспекта. *Первый* – определяет *IRR* как предельную величину цены источников формирования финансовых ресурсов, которые могут быть использованы для финансирования намеченных мероприятий. С этой точки зрения приемлемыми считаются те из них, цена которых меньше величины *IRR*. И в этом значении он является критерием оценки источников формирования финансовых ресурсов.

*Второй* – рассматривает *IRR* с точки зрения выбора альтернативных вариантов использования финансовых ресурсов. Лучшим является тот из возможных альтернативных вариантов, который предлагает доходность, выше, чем *IRR* денежных потоков оцениваемого варианта вложения финансовых ресурсов.

Эти особенности определяют преимущества метода в сравнении с другими моделями оценки эффективности. Еще одним его преимуществом является то, что он дает представление не об абсолютной, а об относительной эффективности, потому более пригодный для сравнительной оценки

направлений использования финансовых ресурсов, которые существенно отличаются их объемами.

Однако ему присущие и определенные недостатки. Наиболее существенной из них является очень высокая чувствительность к изменению направления движения оцениваемых денежных потоков, которое проявляется в так называемом «эффекте мультипликации» (множественности). Для отдельных видов денежных потоков, отличающихся от традиционного, может существовать несколько значений *IRR*, или вообще не существовать ни одного. Такая ситуация порождает проблему интерпретации полученных результатов. Например, трудно оценить приемлемость проекта, который имеет два значения внутренней нормы доходности 20% и 100%, а средневзвешенную стоимость источников финансирования 25%. Отдельные авторы рекомендуют использовать для оценок меньше из существующих значений *IRR*. По нашему мнению, нет достаточных аргументов ни в пользу принятия этой рекомендации, ни для ее отрицания.

Последнее ограничивает область применения метода внутренней нормы доходности и требует осторожной и квалифицированной интерпретации полученных результатов анализа с его применением.

Приведенных недостатков лишен такой показатель, как *модифицирована внутренняя норма доходности*, которая из непонятных причин игнорируется многими отечественными исследователями. Проблема недооценки потенциальных возможностей показателя очевидно имеет место и в западной академической науке. Свидетельством этого служит то, что в фундаментальных трудах таких известных специалистов как Г. Бирман, С. Шмидт, М. Бромович, Л. Крушвиц и Д. Норткотт упомянутому методу почти не уделяется внимания.

Как указывает Ю. Бригхем, метод *MIRR* широко используется финансовыми менеджерами на практике. Автор утверждает, что никогда не встречал обсуждения вопроса практического применения метода *MIRR* в научной литературе. В октябре в 1988 г. на Конференции Ассоциации финансовых менеджеров все руководители предприятий, которые выступали на тему анализу эффективности запланированных инвестиций, отметили, что они полностью возлагаются на *MIRR* [7, с. 327].

Управление финансовыми ресурсами связано с выбором альтернативных вариантов их использования. В рамках традиционного финансового анализа этот вопрос обычно не рассматривается. Среди его инструментов нет надежных моделей и алгоритмов. А разные методы сравнения, которые имеются в его арсенале, применяются к независимым вариантам. К последним относятся такие из них, которые не влияют на целесообразность реализации друг друга. По-видимому из-за этого оценка финансовых альтернатив обделена вниманием исследователей.

Альтернативность имеет в виду то, что выбор определенного варианта использования финансовых ресурсов исключает возможность и необходимость осуществления другого варианта. При этом рассматривается не финансовый – достаточность или ограниченность финансовых ресурсов, а технический аспект вопроса. Например, если в предприятия определен земельный участок, на

котором запланировано осуществить строительство, то, очевидно, что сводка одного сооружения на этом участке исключает возможность построить на этом самом участке другую. Поэтому с направлением финансовых ресурсов на реализацию первого варианта отпадает необходимость их использования на финансирование другого.

Эмпирический анализ опыта отечественных предприятий указывает на практическое игнорирование рассмотрения альтернатив при определении направлений использования финансовых ресурсов. Такая ситуация объясняется не только причинами субъективного характера. В специальной литературе ему тоже не уделяется достаточно внимания. Вместе с тем, в настоящее время существует приемлемый с точки зрения практического использования инструментарий оценки и выбора лучшей из возможных альтернатив.

Наличие формальных методов определения целесообразности и эффективности использования финансовых ресурсов не является гарантией обеспечения обоснованной информации для принятия управленческих решений в этой сфере. Важное значение в процессе анализа имеет учет отдельных методологических требований. Исходя из такого понимания, нами определены основные из них. На их характеристике и аргументации целесообразности применения остановимся более детально.

*1. Анализ эффективности имеет смысл лишь в контексте рассмотрения альтернатив.* Отсутствие альтернативных вариантов решения финансовых вопросов делает такой анализ малопродуктивным. Однако именно этому вопросу не уделяется достаточно внимания. Вообще в экономической теории актуальным является постулат: нет альтернативы – не может быть и оценки. Теоретической базой современного финансового управления служит гипотеза эффективных рынков капиталов, а одним из фундаментальных ее постулатов – эффективный рынок – конкурентный рынок. На нем существуют и достаточное для обеспечения конкуренции количество финансовых продуктов (инструментов привлечения финансовых ресурсов) и субститутов. На этом тезисе основывается и логика показателей, построенных на дисконтированных денежных потоках. Это имеет важное значение не столько в контексте принятия финансовых решений, сколько в обеспечении соответствующих условий, которые уменьшают вероятность принятия неправильных решений. Поиск альтернативных вариантов, как правило, улучшает отдельные прогнозные и аналитические расчеты, расширяет возможности выбора, обеспечивает большую информативность и обоснованность управленческих финансовых решений.

В случае принятия решений об использовании финансовых ресурсов альтернативность часто рассматривается как проблема бюджетных ограничений, то есть с точки зрения имеющихся и доступных предприятию источников формирования финансовых ресурсов. Такой подход хотя и оправдан в практическом аспекте, однако существенно ограничивает возможности выбора. При принятии управленческих финансовых решений его целесообразно дополнять рассмотрением альтернативных вариантов

технического решения заданий, на осуществление которых направляются финансовые ресурсы.

*2. Прогнозная величина чистых денежных потоков определяется по их приростному значению.* В современном понятийном аппарате финансового менеджмента и практике финансового управления сложилась лексическая традиция широкого употребления словосочетания «денежные потоки». Понятно, что такое выражение не совсем точно отображает суть того показателя, о котором идет речь. Правильнее было бы употреблять «сальдо» или «остаток денежных потоков». То есть, в процессе анализа определяется разница между поступлениями и расходами денежных средств в определенных временные периоды (месяц, квартал, год).

Важное значение имеет еще один аспект анализа – определение не абсолютных, а приростных значений чистых денежных потоков. Другими словами, в процессе планирования денежных потоков необходимо учесть все изменения расходов и доходов, связанных с реализацией проекта. Если идет речь о создании нового предприятия или отдельного объекта вложения финансовых ресурсов то есть «с нуля», то понятно, что все будущие денежные потоки будут приростными. Однако достаточно часто финансовые ресурсы направляются на расширение уже действующего производства или его усовершенствование. В этом случае методически неверно сравнивать объем использованных финансовых ресурсов с абсолютным значением чистых денежных потоков.

*3. Величина нормы дисконта имеет индивидуальный характер для каждого финансового решения и определяется величиной средневзвешенной цены используемых источников формирования финансовых ресурсов.* Каждое предприятие формирует необходимый ему объем финансовых ресурсов за счет разных источников. Учитывая отечественную практику идеальными являются условия, когда эту задачу можно решить за счет собственных источников. В реальной практике такие возможности отсутствуют. Поэтому существует постоянная потребность обращаться к внешним источникам финансовых ресурсов. Как собственные, так и привлеченные источники используются на основе платности. Ценой в этом случае выступает процент, который предприятие должно платить владельцам, кредиторам и инвесторам. И в каждом случае он может быть разным. В связи с этим не существует какой-то стандартной величины нормы дисконта. Для каждого частного случая она имеет индивидуальное значение, которое определяется средневзвешенной ценой используемых источников формирования финансовых ресурсов.

*4. Применяемые показатели анализа эффективности использования финансовых ресурсов должны адекватно отображать стратегические и оперативные задания предприятия.* Предложенный нами подход является лишь одним из возможных вариантов анализа финансовых ресурсов и не обязательно отвечает финансовым и другим экономическим задачам предприятия. Он ориентирован на перспективное экономическое развитие и обеспечение финансовой стойкости в средне- и долгосрочной перспективе. Кроме того, такой подход более полно аппроксимирует результаты формирования

финансового потенциала. Если же акцент в управлении финансовыми ресурсами предприятия делается на краткосрочную перспективу, тогда оправдано использование отдельных показателей из системы финансовых коэффициентов. Кроме того, выбор тех или других методов и показателей должен согласовываться с требованием экономического прагматизма – более сложные методы стоит применять в том случае, когда они обеспечивают реальные экономические выгоды.

5. *Эффективное управление формированием и использованием финансовых ресурсов нуждается в постоянном мониторинге и контроле этих процессов.* Система постоянного мониторинга обеспечивает сравнение фактических объемных, пространственных и временных параметров финансовых ресурсов с установленными нормативами и принятыми ограничениями. Это дает возможность, во-первых, обнаруживать и корректировать возникающие отклонения и, во-вторых, оптимизировать расходы по привлечению и использованию.

Таким образом, формирование и использование финансовых ресурсов имеет важное значение для функционирования и развития предприятия, а потому нуждаются в постоянной оценке и контроле данных процессов. Важное значение в этом контексте имеет анализ целесообразности и эффективности использования финансовых ресурсов. Обоснованные подходы позволяют реализовать его на практике и избежать возможных просчетов при принятии управленческих финансовых решений.

#### *Список использованных источников*

1. Гудзь О. Є. Фінансові ресурси сільськогосподарських підприємств : [монографія] / О. Є. Гудзь – К. : ННЦ ІАЕ, 2007. – 578 с.
2. Пасхавер Б. И. Ценообразование в финансовой системе продовольственного рынка / Б. И. Пасхавер // Економіка АПК. – 2007. – № 5. – С. 29-33.
3. Фінанси в період реформування агропромислового виробництва / [М.Я. Дем'яненко, В.М. Алексійчук, А.Г. Борщ та ін.]; за ред. М.Я. Дем'яненка. – К. : ІАЕ УААН, 2002. – 645 с.
4. Бердникова Т. Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия : Учеб. пособие / Т. Б. Бердникова – М. : ИНФРА-М, 2007. – 215 с.
5. Нлкозин Р.Н. Совершенствование инструментария анализа и планирования использования оборотных средств организаций электросвязи: автореф. дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук: спец. 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»/ Р. Н. Нлкозин. – М., 2008. – 24 с.
6. Большаков С. В. Финансы предприятий : теория и практика : [учебник] / С.В. Большаков – М. : Книжный мир, 2005 – 617 с.
7. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс в 2-х т./ Ю. Бригхем, Л. Гапенски / Пер. с англ.; Под ред. В. В. Ковальова. – СПб. : Экономическая школа, 1997. – Т.1. – XXX + 1497 с.