DOI <https://doi.org/10.18551/rjoas.2017-09.30>

**СТОИМОСТНАЯ ТЕОРИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ КАК ИНСТРУМЕНТ
ДИАГНОСТИКИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ
АГРОПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА**
EFFICIENCY VALUE THEORY AS A DIAGNOSTIC TOOL OF THE ECONOMIC
STABILITY OF THE AGRO-INDUSTRIAL COMPLEX'S ENTERPRISES

Шашло Н.В., кандидат экономических наук
Shashlo N.V., Candidate of Economic Sciences

**Владивостокский государственный университет экономики и сервиса,
Владивосток, Россия**
Vladivostok State University of Economics and Service, Vladivostok, Russia
E-mail: ninellssss@gmail.com

АННОТАЦИЯ

В статье представлен теоретико-методический подход к диагностике экономической устойчивости предприятия АПК с использованием стоимостной теории эффективности. Выявлено, что базисом стоимостной теории является необходимость учета расходов на капитал в условиях ограниченности традиционных показателей устойчивости. Аналитический фокус концентрируется на выявлении значимых причинных факторов, влияющих на перманентность процесса оценки уровня экономической устойчивости предприятия АПК.

ABSTRACT

In the article theoretical and methodical approach to diagnostics of economic stability of the agrarian and industrial complex enterprise with use of the cost theory of efficiency is presented. It is shown that basis of the cost theory is necessity of accounting of expenses on the capital in the conditions of limitation of traditional indicators of stability. Analytical focus concentrates on identification of the significant causal factors influencing permanence of the assessment process of the economic stability level of the agrarian and industrial complex enterprise.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Экономическая устойчивость, стоимостная теория эффективности; предприятие, рентабельность, ликвидность, устойчивое состояние, неустойчивое состояние, переходное состояние, кризисное состояние.

KEY WORDS

Economic stability, cost theory of efficiency, enterprise, profitability, liquidity, stable state, unstable state, transition state, crisis state.

Оценка экономической устойчивости предприятий АПК вызывает интерес как с научной, так и с практической точек зрения, поскольку выступает информационным конструктором для принятия взвешенных управленческих решений. Фундаментальной основой всех научных подходов к количественному измерению экономической устойчивости выступают финансовые индикаторы деятельности предприятий и их соотношения, которые обычно определяются на основе учетной аналитической модели. Исследования в данном направлении отражены в работах таких ученых как Б.Н. Герасимов [1], В.В. Бочаров [2], Э.А. Козловская [3], О.С. Черемных [4], О. Чернозуб [5], М.А. Якубович [6], С.Н. Яшин [7], В.В. Ковалев [8], Д.А. Буряков [9], В.Г. Кандалинцев [10], С.И., Крылов [11], Г.М. Харисова [12] и др. Данный подход исключает учет инвестиционных рисков и требуемой нормы доходности, что приводит к необходимости трансформации подходов в соответствии с достижениями теории корпоративных финансов, основанной на принципах экономической прибыли [13, с.

115-123; 14, с. 11-19]. Стоимостная модель бизнеса не отрицает традиционные показатели устойчивости, но акцентирует внимание на их ограниченности [15, с. 28-30] и отражает необходимость учета расходов на капитал. Таким образом, развитие инструментария экономической оценки процессов и явлений актуализирует потребность в их имплементации на проблематику научных исследований - устойчивость предприятий. Обоснование теоретико-методического подхода к оценке экономической устойчивости на основе стоимостной модели, вызывает необходимость в формализации уровня экономической устойчивости в соответствии с потребностями современной экономической диагностики и реального бизнеса.

Целью данной статьи является разработка теоретико-методического подхода к оценке экономической устойчивости предприятий АПК с использованием инструментария стоимостной теории, а именно, стоимостной модели, которая является аналитической инновацией и позволяет формализовать уровни и состояния экономической устойчивости в соответствии с потребностями современной экономической диагностики и реального бизнеса.

Е. П. Кочетков считает, что обеспечение устойчивости - цель новой парадигмы управления бизнесом, которая придет на смену парадигмы ценностно-ориентированного управления, разрушение стоимости - следствие потери финансово-экономической устойчивости предприятия [16, с. 451]. Разделяя мнения ученых в указанном научном направлении, предложим собственное видение использования потенциала стоимостной аналитической модели как поликритериальной методической основы диагностики уровня и состояний экономической устойчивости предприятия.

Одним из имманентных свойств устойчивости предприятия является способность сохранять параметры, отражающие нормальное состояние функционирования бизнеса. С точки зрения современных теорий эффективности (результативности, производительности) деятельности предприятия, «финансовое здоровье» определяется на основе способности компании управлять денежными средствами [17, с. 54]. Традиционные оценки на основе учетной аналитической модели расширяются инновациями в современной бизнес-аналитике, которые заключаются в:

- дополнении традиционной системы финансовых показателей совокупностью нефинансовых индикаторов;
- расширении спектра аналитических показателей от учетных к финансовым, то есть таких, как прибыль до выплаты процентов (*EBIT, Earnings before interest and tax*), налогов и начисления амортизации (*EBITDA, earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), чистый денежный поток от операционной деятельности (*FOCF, free operating cashflow*), чистый денежный поток компании (*FCFF, free cashflow to the firm*);
- построении системы финансовой аналитики на базе индикаторов, логически связанных с формированием стоимости бизнеса.

Результаты систематизации базиса теории финансово-экономического оценивания позволяют говорить о том, что ученые и бизнес-аналитики в рамках стоимостной аналитической модели «финансовое здоровье» предприятия диагностируют по трем проекциям:

- проекция текущей экономической эффективности деятельности. В традиционной (учетной) аналитической модели интерпретировалась как «проекция доходности (доходности)», поскольку в основу большинства методик были заложены показатели прибыли. В этой проекции оценивается уровень эффективности использования ресурсов, то есть происходит сопоставление затрат и ресурсов с результатами от их использования. В стоимостной аналитической модели наполнение проекции эффективности осуществляется в соответствии с оценкой эффективности на основе проекций учетной модели, содержащей такие аспекты, как: уровень финансовой зависимости / независимости от внешних инвесторов и кредиторов, обеспеченность запасов собственными оборотными средствами, уровень ликвидности и платежеспособности с точки зрения обеспечения своевременного удовлетворения требований кредиторов, уровень рациональности (оптимальности) структуры капитала,

совокупность показателей деловой активности, инвестиционной привлекательности и т.д.

- Проекция ликвидности (или жизнеспособности), которая связана с анализом способности предприятия к генерированию денежных потоков и возможности выполнять обязательства перед инвесторами, кредиторами и собственниками капитала. Основой формирования проекции ликвидности бизнеса в рамках применения стоимостной аналитической модели является поток свободных денежных средств (*FCFE, free cashflow to equity*). Логика формирования *FCFE* определяет потоки денежных средств, которые остаются после определения инвестированного капитала, необходимого для реализации стратегии и выплат кредиторам, то есть характеризует финансовую способность покрывать инвестиционные и текущие потребности в финансировании хозяйственной деятельности, а также уровень кредитоспособности.

- Проекция сбалансированности роста бизнеса предполагает оценку капитала и диагностирует целесообразность наращивания деятельности. Наиболее известными моделями оценки устойчивого роста являются: модели, основанные на определении роста, которые обеспечиваются собственными источниками финансирования (модель сбалансированного роста («золотое правило экономики предприятия»)); модель устойчивости роста (*SGR, Sustainable Growth Rate*), основанная на расчете коэффициента устойчивости роста; модель внутреннего роста Р. Хиггинса (*Model of Optimal Growth Strategy*), модели стоимостного роста, представленные в публикациях Г. Арнольда, Ю. Бриггема, С. Валдайцев, А. Дамодарана, С. Росса, К. Уолша и др.

Обозначенная систематизация аналитических моделей роста является условной. В рамках нашего исследования акцент на них проецируется только с позиций формирования аналитического инструментария, который будет эффективным с точки зрения практики использования в процессах оценки состояния экономической устойчивости предприятий.

Диагностику состояний экономической устойчивости целесообразно осуществлять в проекции современной аналитической VBM-модели. В современных научных исследованиях наиболее популяризованными VBM-моделями являются модели: экономической добавленной стоимости (*EVA, Economic Value Added*), окончательной прибыли (*RI, Residual Income*), рыночной добавленной стоимости (*MVA, Market Value Added*), акционерной добавленной стоимости (*SVA, Shareholder Value Added*), добавленной денежной стоимости (*CVA, Cash Value Added*) и модифицированной добавленной денежной стоимости (*MCVA, Modified Cash Value Added*), денежной рентабельности инвестиций (*CFROI, Cash Flow Return on Investment*), внутренней нормы доходности (*IRR, Internal Rate of Return*), добавленной стоимости для стейкхолдеров (*STVA, Stakeholder Value Added*). Каждая из указанных моделей предусматривает расчет набора показателей, которые сигнализируют о состоянии «финансового здоровья» компании в пределах проекций «Эффективность» - «Ликвидность» - «Рост» и в дальнейшем трансформируются в пирамиду аналитических индикаторов, выступающих ориентирами для достижения целей. Сформируем логику применения указанных моделей в процессе диагностики и идентификации состояний экономической устойчивости предприятия.

Модель окончательной прибыли (*RIM, Residual Income Model*) построена на принципах концепции экономической прибыли А. Маршалла [18], а формирование самой модели связывают с научными трудами П. Белла, Э. Эдвардса, М. Миллера, Ф. Модильяни, Е. Фамы. Основой формирования *RIM* являются следующие факторы: величина инвестированного капитала на момент оценивания, фактический и ожидаемый уровень доходности на инвестированный капитал, устойчивость спреда результатов. В контексте *RIM* выделяют два направления: операционное, который базируется на концепции операционной окончательной прибыли (*ReOI, Residual Operation Income*) и капитальное, основой которого является чистая окончательная прибыль (*RE, Residual Earnings*). Показатель окончательной операционной прибыли, введенный в научный оборот С. Пенменом, является аналогом показателя экономической прибыли в версии консалтинговой компании *McKinsey&Co*.

Информационная направленность *ReOI* фокусируется на операционных эффектах деятельности предприятия, что обусловило в расчете (формулы 1 - 2) [19, с. 10] под инвестициями использовать балансовую величину чистых активов (*NA*, *NetAssets*).

$$Re\ OI = EBI - NA \times WACC \quad (1)$$

$$Re\ OI = NA \times (ROA - k_{wacc}) \quad (2)$$

где *ROA* - уровень рентабельности чистых активов, рассчитанный на основе чистой прибыли к уплате процентов; *k_{wacc}* - ставка средневзвешенных затрат на капитал.

Становление показателя окончательной чистой прибыли (формулы 3 - 4) [7, с. 11] связано с П. Белл и Е. Эдвардсом, а также широко используется консалтинговой компанией *Marakon Associates*. *RE*- модель довольно часто встречается в научных публикациях как модель Эдварда - Белла - Олсона (*Edwards - Bell - Ohlson (EBO valuation Model)*):

$$RE = NI - k_E \times E \quad (3)$$

$$RE = E \times (ROE - k_E) \quad (4)$$

где *ROE* - уровень рентабельности собственного капитала по чистой прибыли («финансовая рентабельность» предприятия); *k_E* - ставка затрат на собственный капитал.

Показатель *RE* характеризует чистые эффекты результатов деятельности предприятия непосредственно с позиций акционеров. Поэтому инвестициями является величина собственного капитала, результатом – чистая прибыль, а уровень ожидаемой доходности измеряется на основе затрат на собственный капитал.

Ученые выделяют проблему по наполнению аналитических проекций показателями, характеризующими «финансовое здоровье» предприятия. В зависимости от интересов двух групп носителей капитала (кредиторов и собственников) по-разному формируются контуры аналитических проекций и их интерпретация, а также разграничиваются учетная (бухгалтерская) модель, ориентированная на учет интересов кредиторов, и стоимостная, в которой отражаются интересы владельцев капитала. Однако стоит отметить, что указанные аналитические модели органично дополняют друг друга в зависимости от конечной цели диагностирования проблемы.

Обеспечение экономической устойчивости предприятия является процессом перманентным [20], а ее состояние можно идентифицировать как «нормальное - переходное - кризисное». Если за базовый критерий идентификации состояния экономической устойчивости принять чистую окончательную прибыль, то уровень нормального состояния (*St_{norm}*) (устойчивого) (рисунок 1, состояние 1) будет идентифицирован положительными абсолютными значениями *RE*, генерирующими функционирующий капитал.

условные обозначения: *St_{norm}* - нормальная ситуация (*normal state*); *St_{trans}* - переходное состояние (*transition state*); *St_{cris}* - кризисное состояние (*crisis state*).

Рисунок 1 – Идентификация состояний экономической устойчивости предприятия АПК

Источник: разработано автором

Отрицательная величина RE будет означать переход от устойчивого к неустойчивому состоянию, которое может быть идентифицировано как переходное ($Sttrans$) (рисунок 1 состояние 3 - 4) или кризисное ($Stcris$) (рисунок 1, состояние 2). Отрицательные значения RE определяются отрицательным значением спреда производительности (доходности) собственного капитала ($Spred_{Equity}$), который формируется двумя факторами: доходностью собственного капитала и уровнем его затратности. Положительную величину спреда получают когда уровень финансовой рентабельности превышает затраты на собственный капитал (формулы 5, 6):

$$Spred_{Equity} \geq 0, \text{ если } ROE \geq k_E \quad (5)$$

$$Spred_{Equity} < 0, \text{ если } ROE < k_E \text{ или } NI \leq 0 \quad (6)$$

По этой логике можем сформировать первое базовое условие обеспечения устойчивого состояния предприятия АПК, сущность которого заключается в том, что уровень финансовой рентабельности должен превышать затраты на собственный капитал ($ROE > k_E$) (таблица 1). Отрицательное значение спреда производительности собственного капитала может быть либо результатом убыточности деятельности (тогда предприятие может находиться, либо в зоне 2, или 4 (рисунок 1), или недостаточности уровня финансовой рентабельности для покрытия ставки затрат на собственный капитал (зона 3, рисунок 1). Тенденция роста спреда производительности собственного капитала (T_{spred_equity}) (таблица 1, критерий 1.2) будет обеспечиваться при более высоких темпах роста уровня финансовой рентабельности (T_{ROE}) (таблица 1, критерий 1.3) по сравнению с ростом ставки затрат на собственный капитал (T_{k_E}) (формула 7) и наоборот (формула 8):

$$T_{spred_equity} \geq 1,0, \text{ если } T_{ROE} \geq T_{k_E} \quad (7)$$

$$T_{spred_equity} < 1,0, \text{ если } T_{ROE} < T_{k_E} \quad (8)$$

Уровень финансовой рентабельности определяется доходностью реализации продукции ($Prof_{sales}$), производительностью функционирования активов ($Product_{ass}$) и уровнем финансового риска, который в классической *DuPont*-модели измеряется на основе коэффициента структуры капитала ($rate_{str_Cap}$). С учетом факторной интерпретации финансовой рентабельности формула спреда производительности собственного капитала приобретает вид (формула 9):

$$Spred_{Equity} = Prof_{sales} \times Product_{ass} \times (1 + rate_{strCap}) - k_E \quad (9)$$

Модифицированная формула спреда производительности собственного капитала позволяет определить критическое значение рентабельности реализации ($Prof_{sales}^{crit}$) по чистой прибыли, а величина $Spred_{Equity}$ может быть записана через спред доходности реализации ($Spred_{prof_sales}$) (формулы 10 - 12):

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{strCap}) \times (Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit}) \quad (10)$$

$$Spred_{prof_sales} = Prof_{sales} - Prof_{sales}^{crit} \quad (11)$$

$$Spred_{Equity} = Product_{ass} \times (1 + rate_{strCap}) \times Spred_{prof_sales} \quad (12)$$

Динамика спреда реализации является ключевым фактором $Spred_{Equity}$ и определяется не только уровнем эффективности внутренних бизнес-процессов компании, но и ее конкурентными позициями на рынках. Поэтому стабильность положительной динамики этого показателя выступает критерием идентификации

состояния экономической устойчивости (таблица 1, критерий 1.4). Согласно логике формирования $Spred_{Equity}$ индикатором его изменений является производительность активов и уровень рациональности структуры капитала.

Таблица 1 – Критерии и показатели идентификации состояния экономической устойчивости / неустойчивости предприятий

Критерии показатели идентификации	Состояния экономической устойчивости / неустойчивости						
	Устойчивый	Неустойчивый					
		Переходный				Кризисный	
		St_{norm}	$St_{norm} \rightarrow St_{trans}$	$St_{norm} \leftarrow St_{trans}$	$St_{trans} \rightarrow St_{cris}$		$St_{trans} \leftarrow St_{cris}$
1. Стратегический уровень диагностики							
1.1 Спрэд продуктивности собственного капитала, %	$Spred_{Equity} > 0$	$Spred_{Equit} < 0$					
		$RI > 0$		$RI < 0$			
		$ROE > 0$		$ROE < 0$			
		$ROE < 0$					
1.2 Темп роста спрэдапродуктивности собственного капитала		$T_{spred.equity} < 1,0$	$T_{spred.equity} > 1,0$	$T_{ROE} < T_{k.E}$	-		
1.3 Темп роста финансовой рентабельности	1) $T_{ROE} > T_{k.E}$; 2) $T_{ROE} \leq T_{k.E}$ $T_{k.E} T_{spred.sale} > 1,0$	$T_{ROE} \leq T_{k.E}$	1) $T_{ROE} > T_{k.E}$				
1.4 Темп роста спрэда реализации		$T_{spred.sale} \leq 1,0$	2) $T_{ROE} < T_{k.E}$ $T_{spred.sale} > 1,0$				$T_{spred.sale} \leq 1,0$
1.5 Свободные потокиденежных средств		$FCF > 0$	$FCF < 0$				3) $T_{ROE} < T_{k.E}$ $T_{spred.sale} \leq 1,0$; $FCF > 0$
2. Тактический уровень диагностики							
2.1 Коэффициенты ликвидности и платежеспособности	не влияет на решение		$k_{liq} \in k_{norm}$	$k_{liq} \notin k_{norm}$		$k_{liq} \notin k_{norm}$ $T_{liq} \leq 1,0$	
2.2 Коэффициенты структуры капитала			$k_{str.cap} \in k_{norm}$	$k_{str.cap} \notin k_{norm}$		$k_{str.cap} \notin k_{norm}$	
2.3 Уровень обеспеченности запасов собственными оборотными средствами			не влияет на решение	$F(x) = \{0, 0, 0\}$	$F(x) \neq \{0, 0, 0\}$	$F(x) = \{0, 0, 0\}$	
2.4 Показатели деловой активности			Динамика изменений показателей, объясняет тенденции происходят в контуре уровней 2.1 - 2.3.				

Источник: разработано автором.

Основой разграничения устойчивого / неустойчивого состояний выбран критерий доходности, который в предлагаемой модели определяется $Spred_{prof, sales}$. Для конкретизации типов неустойчивого состояния и шкалы состояний устойчивости, критерии производительности активов и эффективности формирования структуры капитала будут использованы в соответствии с логикой формирования RE-модели. Попытка сформировать аналитические параметры для определения «Переходного состояния» обусловила потребность в детализации аналитической шкалы, поскольку иерархия критериев и возможных комбинаций показателей значительно больше, чем при идентификации «нормального» и «кризисного» состояний. Для конкретизации «переходного» состояния и с целью адаптации разрабатываемой методики к потребностям бизнес-практики считаем целесообразным определять такие «переходные» состояния:

- переход с «нормального» к «переходному» состоянию - « $St_{norm} \rightarrow St_{trans}$ »;
- переход с «переходного» к нормальному состоянию - « $St_{trans} \rightarrow St_{norm}$ »;
- переход с «переходного» к «кризисному» состоянию - « $St_{trans} \rightarrow St_{cris}$ »;
- переход с «кризисного» к «переходному» состоянию - « $St_{cris} \rightarrow St_{trans}$ ».

Условия видовой идентификации переходного состояния в соответствии с стратегически значимыми критериями отражены в таблице 1.

В процессе использования разработанного теоретико-методического подхода не предусматривается установление фиксированных шкал и определение жестких формализованных ограничений для идентификации состояний экономической устойчивости предприятия АПК. Аналитический фокус концентрируется на выявлении

значимых причинных факторов, влияющих на перманентность процесса оценки уровня экономической устойчивости. При этом содержательное построение критериев и показателей идентификации состояний устойчивости вполне подчиняется логике формирования VBM-модели. Предлагаемая нами шкала состояний экономической устойчивости / неустойчивости предприятия АПК может изменяться в зависимости от целей диагностики и потребностей пользователей. Вариативной является приоритетность критериев, которые заложены в основу идентификации состояний, однако общая идея оценивания должна заключаться в способности экономически устойчивого предприятия агропромышленного комплекса обеспечивать формирование положительных потоков добавленной стоимости бизнеса.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Герасимов Б.Н. Теория управления: монография. – Самара: НОАНО ВПО СИБиУ, 2012.- 404 с.
2. Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. Управление стоимостью бизнеса: учеб. пособие. СПб.: СПбГУЭФ, 2009. 124 с.
3. Козловская Э.А., Демиденко Д.С., Яковлева Е. А., Гаджиев М.М. Стоимостной подход к управлению инновационным процессом на предприятии: учебник. СПб.: СПбГПУ, 2010. 205 с.
4. Черемных О.С. Стратегический корпоративный реинжиниринг: процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом. М.: Финансы и статистика, 2005. 736 с.
5. Чернозуб О. Стоимостной подход к управлению частной компанией. М.: Альпина Паблишер, 2009. 290 с.
6. Якубович М.А. Финансовые показатели эффективности функционирования предприятий // Планово-экономический отдел. 2005. № 9. С. 36-39.
7. Яшин С.Н., Кошелев Е.В., Макаров С.А. Анализ эффективности инновационной деятельности: учеб. пособие. СПб.: БХВ-Петербург, 2012. 288 с.
8. Ковалев В.В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью/ В.В. Ковалев.-М.: Проспект, 2007 – 336с.
9. Буряков Д.А. Экономическая безопасность и финансовая устойчивость предприятий / Д.А. Буряков, М.А. Велькович, А.В. Самойлов. – СПб. : Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, 2011. - 375 с
10. Кандалинцев В.Г. Инновационный бизнес: применение сбалансированной системы показателей / В.Г. Кандалинцев. - М. : Дело, 2010. – 172 с.
11. Крылов С.И. Развитие методологии анализа в сбалансированной системе показателей / С.И. Крылов. - М. : Финансы и статистика, 2010. – 149 с.
12. Харисова Г.М. Стоимостной подход к управлению инвестиционно-инновационной деятельностью региональных интегрированных образований в реальном секторе экономики (на примере Республики Татарстан) - Казань:, КГАСУ, 2011, -145с.
13. Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография / И. В. Ивашковская. – М.: ИНФРА-М, 2013. – С. 115–123.
14. Grant R. Shareholder value maximization: Rehabilitating a “dumb idea” / R. Grant // Competitive Strategy Newsletter. – 2010. – 4 (1). – P. 9–11.
15. Pettit, J. Strategic Corporate Finance / J. Pettit. – 2 nd ed. John Wiley & Sons: NJ. – 2007. – P. 28–30.
16. Кочетков Е. П. Финансово-экономическая устойчивость организации: диагностика угрозы утраты на ранних стадиях как один из факторов экономического роста России (стоимостной аспект) / Е. П. Кочетков // Труды Вольного экономического общества России, работы победителей конкурса научных работ молодежи «Экономический рост России». – 2012. – Т. 161. – С. 447 – 466.
17. Теплова Т. В. Инновации в финансовой аналитике / Т. В. Теплова, А. Н. Рассказова // Модернизация. Инновации. Развитие. – 2012. – Т. 12. – № 4. – С. 54 – 61.

18. Маршалл А. Принципы политической экономии / А. Маршалл. – Пер. с англ. Р. И. Столпера, общ. ред. С. М. Никитина – М.: Издательство Прогресс, 1983г. – 416 с.
19. Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Том. 3. – № 2. – С. 3-42.
20. Vorozhbit O.Yu., Shashlo N.V. Integration Processes and a Common Agricultural Market under the Conditions of the Eurasian Economic Union // International Business Management. Том: 10 Часть: 19. С.4635 – 4643.

© 2017 by the author. Licensee RJOAS, Orel, Russia. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>