

ГЛОБАЛЬНЫЕ ЦЕПОЧКИ СТОИМОСТИ: РИСКИ И РЕЗУЛЬТАТЫ

Алексей Олегович ГОЛОВИН^{а*}, Галина Львовна ТОЛКАЧЕНКО^б

^а кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления,
Высшая школа предпринимательства (институт), Тверь, Российская Федерация
AGolovin@outlook.com

^б кандидат экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансов,
Тверской государственной университет, Тверь, Российская Федерация
tolkachenko59@mail.ru

* Ответственный автор

История статьи:

Принята 28.11.2016

Принята в доработанном
виде 13.12.2016

Одобрена 28.12.2016

Доступна онлайн 27.01.2017

УДК 339.94

JEL: F01, F21, F61, O12

Аннотация

Предмет. Современное состояние процесса глобализации мировой экономики. Его развитие характеризуется неоднозначными результатами. Это проявляется в усилении тенденций неопротекционизма и трансрегионализма, что увеличивает степень неопределенности бизнеса. В этих условиях транснациональные корпорации модифицируют свои подходы к проведению инвестиционной политики и трансформируют свои глобальные производственные и торговые сети. Следовательно, особую актуальность приобретает необходимость отслеживания потенциальных рисков и конечных результатов в глобальных цепочках стоимости.

Цели. Исследование изменяющихся условий ведения бизнеса транснациональных корпораций и возникающих рисков. Аналитическое изучение мнений специалистов по вопросам вызовов и угроз в глобальных цепочках стоимости. Предложение возможного показателя, характеризующего конечный финансовый результат бизнеса в ГЦС.

Методология. Используются методы сравнительного анализа, экспертных оценок и математической формализации.

Результаты. Исследование существующих суждений по поводу показателей рисков и результатов бизнеса в глобальных цепочках стоимости показало множественность и слабую пригодность предлагаемых параметров. Обоснована необходимость использования показателя, отражающего конечный результат деятельности компании в глобальной сети. Предложен показатель, характеризующий финансовый итог бизнеса в ГЦС.

Выводы. Развитие мировой экономики происходит в постоянно изменяющихся условиях. Международные экономические организации и мировое научное сообщество уделяют большое внимание проблемам ГЦС. Транснациональные корпорации, ведущие бизнес в глобальных цепочках стоимости, должны оперативно отслеживать и учитывать все изменения и новые риски. Важным оценочным параметром может быть показатель чистой приведенной добавленной стоимости. Он должен постоянно корректироваться при помощи модифицирования ставки дисконтирования для учета влияния общих и специфических рисков.

Ключевые слова:глобализация, глобальные
цепочки, риски, результаты

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Мировое хозяйство продолжает свое поступательное движение в направлениях глобализации экономики и интернационализации производства. За прошедшие полтора десятилетия XXI в. произошла резкая интенсификация контактов между отдельными странами и их национальными экономиками. Были переформатированы межгосударственные потоки материальных и финансовых ресурсов, рабочей силы и информации. Наметились и стали реализовываться широкомасштабные

сдвиги в планетарном распределении производительных сил и результатов производства. Увеличивая экономический потенциал и открывая новые возможности, глобализация формирует и новые противоречия и риски.

В соответствии с выводами совместного исследования Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова

и Группы стратегического прогнозирования Атлантического совета «Глобальная система на переломе: пути к новой нормальности» источниками нестабильности выступают нарастающие «полицентризм» и «регионализм» [1]. Это объясняется тем, что параллельно со стабильным и постепенно эволюционирующим «западным» постиндустриальным капитализмом бурно развиваются новые индустриальные центры. Им зачастую присущи агрессивная инвестиционная политика, повышенные уровни рисков и инфляции, аккумуляция проблемных долгов. Это приводит к существенным диспропорциям в их финансовых системах, отрицательно воздействующих как на локальный экономический рост, так и на глобальную экономику в целом.

Еще одной важной характеристикой современного состояния мировой экономики можно назвать «трансрегионализм» [2]. Возникновение этого явления связано с поиском и нахождением правительствами отдельных государств общих экономических интересов и заключением на этой основе соответствующих соглашений. При этом географическая близость стран перестает быть основополагающим условием. На первый план выходит коллективная заинтересованность в достижении определенных экономических целей. На этой основе разрабатываются и заключаются трансрегиональные договоры, которые являются договорами нового типа – мегасоглашениями. Основной формой реализации достигнутых договоренностей выступают мегапартнерства. Это – Транстихоокеанское партнерство (предварительно парафировано), Трансатлантическое торговое и инвестиционное партнерство (до конца не оформлено), Всестороннее региональное экономическое партнерство, Экономический пояс Шелкового пути. Причинами появления этих соглашений можно назвать проявляющийся трансрегиональный протекционизм, а также усложненность и длительность переговоров в рамках Всемирной торговой организации.

Развитие мирового хозяйства во многом определяется функционированием финансовой системы и состоянием инвестиционного процесса. В этих важных составляющих

глобальной экономики также произошли изменения. К важнейшим из них следует относить общую финансовализацию экономики, модифицирование системы финансового посредничества, усиление роли нематериального накопления, обособление финансового сектора от реального, снижение спроса на инвестиции [3]. Сегодня происходит усиление роли финансовых услуг и их доли в доходах, увеличение финансовой глубины хозяйства и участия в операциях, рост роли рынка производных ценных бумаг в ценообразовании реальных активов. На рынок выходит все большее количество небанковских финансовых организаций, которые уже составляют реальную конкуренцию банковскому сектору в области институционального инвестирования. Постоянно увеличивается доля вложений в исследования и разработку, дизайн, права и патенты, компьютерные программы и базы данных, человеческий капитал, маркетинг и брэндинг, PR. Финансовые операции все меньше связаны с производственным процессом и товарным обращением и не оказывают дополнительной поддержки экономическому росту. Неоднозначные геополитические условия, а также рост неопределенности и риска приводят к снижению спроса на инвестиции, что ведет к перенакоплению и отрицательным процентным ставкам.

Наличие проблем в области развития глобальной экономики подтверждает Доклад о внешнем секторе Международного валютного фонда (2016 External Sector Report). В этом документе освещаются дисбалансы внешних позиций и счетов текущих операций 29 стран, сгруппированных в отдельные секторы. В докладе излагаются итоги аналитических исследований асимметрии восстановления основных экономик, дисбалансов фондовых рынков, падения цен на сырьевые товары, ужесточения условий внешнего финансирования для развивающихся рынков. В заключение сделан вывод о том, что диспропорции могут долго сохраняться и даже усиливаться и требуется проведение общей коллективной политики в этой области для достижения позитивных результатов¹.

¹ 2016 External Sector Report.
URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/072716.pdf>

Сегодня в условиях неоднозначности и неопределенности развития мировой экономики в центре внимания международных институтов, регулирующих органов и научной общественности продолжают оставаться вопросы глобальных цепочек добавленной стоимости (ГЦС). Дело в том, что это направление движения мирового хозяйства сейчас является фактически общепризнанным и весьма перспективным. Участие организаций различных стран в глобальных производственных и торговых сетях стимулирует их экономическое развитие, нивелирует протекционистские меры, содействует росту человеческого капитала и продвижению технологий.

Достижение позитивных результатов участия в ГЦС потребовало проведения ряда организационных и научно-методических мероприятий. Так, в целях наиболее полного учета и отражения итогов присутствия в глобальных сетях Организация экономического сотрудничества и развития (Париж) в октябре 2015 г. провела уточнения определений своей базы данных торговли по добавленной стоимости (TiVA – Trade in Value Added). Это коснулось показателей валового экспорта и валового импорта, внутренней (национальной) и иностранной добавленной стоимости в конечном спросе, реэкспорта промежуточного импорта, вклада во внутреннюю и иностранную стоимость индустрии сервиса, определения страны источника в добавленной стоимости². В ноябре 2016 г. в рамках проекта Генеральной дирекции исследований Европейской Комиссии реализовано обновление WIOD (World Input – Output Database) по межстрановым таблицам затраты – выпуск (межотраслевым балансам). Количество охватываемых таблицами стран увеличено до 43, а временной горизонт балансов доведен до 2014 г.³.

В накопление и распространение знаний о ГЦС внесла свой вклад Группа Всемирного банка, которая в партнерстве с Центром

исследования экономической политики (Лондон) провела в 2016 г. две конференции «Глобальные цепочки стоимости, торговля и развитие» в марте в Вашингтоне и в сентябре – в Женеве. В этих мероприятиях приняли участие делегаты Всемирного банка, крупнейших исследовательских компаний и ведущих университетов. Активное участие в изучении вопросов ГЦС принимают и представители вузовской науки. Так, в университете Дьюка (Дарем, США) в рамках инициативы «Глобальные цепочки стоимости» была создана исследовательская сеть, объединяющая представителей академической науки различных вузов и стран, политиков, отдельных научных работников. Здесь создан, функционирует и расширяется специальный информационный интернет-портал, содержащий базы данных публикаций по ГЦС (книги, статьи, доклады) различных организаций и исследователей – членов сообщества. Соорганизаторами сети являются Институт по изучению проблем развития при Университете Сассекса (Великобритания) и Центр промышленной эффективности в Массачусетском технологическом институте (США). Существенную поддержку в работе оказывают Фонд Рокфеллера и Фонд Альфреда Слоана⁴.

Большое значение изучению и популяризации вопросов ГЦС придают международные финансовые институты и организации. В январе 2016 г. Международный центр по торговле и устойчивому развитию (Женева) опубликовал работу руководителя темы «Глобальные цепочки стоимости: вызовы развития и варианты политики» и группы экспертов Е15 Шерри Стивенсон под названием «Рамки регулирования торговли в мире глобальных цепочек стоимости: варианты политики». Это исследование было подготовлено для рассмотрения и обсуждения на Всемирном экономическом форуме (Давос) 2016 г. В работе освещаются общие вопросы ГЦС, направления регулирования развития и расширения глобальных сетей, предлагаются возможные действия в кратко-, средне- и долгосрочном периоде. К ним относятся,

² TiVA 2015 indicators - definitions.

URL: http://www.oecd.org/sti/ind/tiva/TIVA_2015_Indicators_Definitions.pdf

³ WIOD Data, 2016 Release.

URL: <http://www.wiod.org/release16>

⁴ Global Value Chains Initiative.

URL: <https://globalvaluechains.org/>

во-первых, усиление осведомленности, наращивание потенциала и поощрение диалога по аспектам развития ГЦС. Во-вторых, изменения в проведении международных переговоров по глобальным цепочкам и переосмысление их структуры. В-третьих, разработка и реализация новых механизмов сотрудничества [4].

В июне 2016 г. Группа Всемирного банка опубликовала фундаментальную работу «Создание глобальных цепочек стоимости: работа для будущего». Авторами этого весьма основательного труда являются ведущий экономист исследовательского направления «Глобальная практика в торговле и конкурентоспособности» и руководитель направления «Глобальные решения для глобальных цепочек стоимости» Дария Тальони, а также старший консультант Дебора Винклер. В этой публикации нашли свое отражение общеметодологические аспекты ГЦС, практика входа, расширения участия и обеспечения устойчивого развития в глобальных цепях, использования баз данных по торговле добавленной стоимостью и показателей ГЦС на макро- и микроуровне, методические вопросы разработки стратегии участия в глобальной цепочке. Работа логически выдержана, включает большое количество иллюстраций и практического материала, содержит конкретные предложения по работе в ГЦС [5].

Общеизвестным является то, что сегодня основными участниками бизнес-процессов в мировом хозяйстве стали транснациональные корпорации (ТНК). Именно они формируют и регулируют глобальные производственные и торговые сети, выступающие основой мировой экономики. Роль ТНК в построении и контроле ГЦС трудно переоценить. Именно они определяют стратегии развития, устанавливают основные пропорции между бизнес-единицами, фрагментируют производственный процесс. Между тем координирование глобальных цепочек претерпевает существенные корректировки. Считается, что сегодня ТНК отказываются от контроля над глобальными сетями в целом. Их основное внимание направляется на те участки цепочек, где создается большая

добавленная стоимость и обеспечивается возможность контроля над всей сетью. Это позволяет им принимать необходимые и своевременные организационные и инвестиционные решения [6].

В характеристиках деятельности ТНК в глобальных цепочках появились новые термины – «бронзовение» и «олигополизация». Под бронзовением – старением ГЦС можно понимать достижение ими такого состояния, когда выгода от снижения операционных затрат за счет размещения бизнеса в регионах мира с более дешевыми факторами производства становится меньше, чем дополнительные транзакционные издержки. Такие результаты показывают корпорации из США и Китая [7]. Под олигополизацией глобальных цепочек сегодня подразумевается их преимущественное сосредоточение в руках относительно небольшого числа американских и английских транснациональных банков и корпораций. Это может означать появление трудностей для вхождения в глобальные сети компаний из других стран. Кроме того, олигополия ориентирована на неценовую конкуренцию, что может приводить к росту издержек [8].

Следует отметить, что бронзовение и олигополизация глобальных цепочек могут приводить к изменениям в инвестиционной политике ТНК. Это означает сокращение прямых иностранных инвестиций в связи со снижением интереса ТНК к отдельным видам операционной деятельности за рубежом. Помимо этого прослеживается определенная тенденция к реиндустриализации, то есть возврат наиболее выгодных по добавленной стоимости и стратегически важных производств на территорию стран материнских компаний. В связи с этим в работе Пьера Сове и Марты Сопрана «Дисциплинирующие инвестиционные стимулы: все ли потеряно?», опубликованной в январе 2016 г. Международным центром по торговле и устойчивому развитию, прослеживается и некоторый скепсис по поводу перспектив международного инвестирования [9]. Одновременно с этим в публикации Организации экономического сотрудничества и развития (июль 2016 г.) «Доклад о развитии

сотрудничества 2016: цели устойчивого развития как возможности бизнеса» в качестве одного из пяти путей дальнейшего стабильного роста называется увеличение прямых иностранных инвестиций⁵.

Представители научного сообщества Российской Федерации также принимают активное участие в изучении различных аспектов глобальных цепочек стоимости. Диапазон рассматриваемых проблем достаточно широк. Это общие вопросы рационализации российского участия в международном разделении труда и выбора его наиболее перспективных направлений [10], нахождения надежных и стабильных контрагентов в международном товарном обращении [11], выстраивания региональных цепочек добавленной стоимости в рамках проекта Экономический пояс Шелкового пути [12], определения размеров участия стран в глобальных сетях [13].

Наряду с работами, излагающими общие вопросы концепции ГЦС, появились и публикации, посвященные более конкретным аспектам глобальных цепочек. Это относится к развитию анализа международной торговли с использованием показателей ГЦС [14], рационализации деятельности отечественных ТНК в глобальных производственных и торговых сетях [15], необходимости и возможности более полного и точного учета сектора услуг в ГЦС [16], использования многомерной модели экономической интеграции при формировании региональных цепочек [17].

Известно, что бизнес вообще и бизнес в глобальных цепочках в частности осуществляется в условиях неопределенности и риска. Дело в том, что фактические итоги деятельности в глобальных сетях могут существенно отличаться от предполагаемых результатов. Возможности отклонений параметров реализуемого в ГЦС бизнес-проекта от ожидаемых значений определяются в первую очередь действием рыночных факторов. Это возможные изменения рыночной конъюнктуры – волатильность цен,

валютных курсов, процентных ставок, предпочтений потребителей. Кроме того, несоответствие фактических показателей прогнозируемым характеристикам может быть вызвано переменами в экономической политике принимающей страны, а также форс-мажорными обстоятельствами. Следует помнить и о том, что существует и действует некоторая непреодолимость неопределенности в ГЦС, требующая понимания – в каких условиях можно действовать, а в каких достижения благоприятного исхода ожидать вообще не следует.

Вопросы определения возможных рисков формирования и участия в глобальных цепочках также нашли свое отражение в исследованиях представителей научного сообщества и международных организаций. Так, в апреле 2014 г. Всемирный банк опубликовал работу Г. Гереффи и К. Луо «Риски и возможности участия в глобальных цепочках стоимости». В ней авторы весьма своеобразно подходят к описанию возможных вызовов и рисков, возникающих в связи с участием в ГЦС. Фирмы, ведущие бизнес в глобальных сетях, рассматриваются как средства распределения рисков. Во-первых, называется риск работников фирмы, возникающий ввиду стимулирования к узкой специализации. И он распределяется между сотрудниками компании путем совместного несения расходов на обучение в ожидании более высоких доходов. Во-вторых, это риск владельцев компании как инвесторов. Они должны диверсифицировать свои инвестиционные портфели и действовать на основе договорных механизмов ограниченной ответственности. В-третьих, распределение риска между наемными работниками и владельцами компании. Это достигается с помощью заключения трудовых договоров, предполагающих не очень высокую заработную плату в обмен на ее стабильную выплату. Авторы полагают, что национальные предприятия являются неким региональным вложением в глобальные отрасли. В связи с этим для них весьма существенно влияние внешних рисков. Но одновременно с этим появляется и возможность достигать перераспределения рисков в глобальном

⁵ Development Co-operation Report 2016. The Sustainable Development Goals as Business Opportunities. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2016-en>

масштабе. Кроме того, на мировом рынке существуют и действуют жесткие стандарты и обычаи ведения бизнеса, требования к срокам поставок, вполне определенное понимание соотношения цены и качества. Возможна и активизация давления со стороны конкурентов. Предупреждение появления рисков является и обязанностью правительств, которые могут обеспечить должное инфраструктурное обеспечение, принимать участие в подготовке квалифицированной рабочей силы, заключать необходимые торговые соглашения [18].

Внесла свой вклад в освещение рисков глобальных сетей и Всемирная торговая организация. «Доклад о мировой торговле 2014. Торговля и развитие: последние тенденции и роль ВТО» содержит специальный раздел С3. «Риски, связанные с участием ГЦС». Авторы этого документа полагают, что наиболее существенны следующие риски⁶:

- 1) повышенная уязвимость к глобальным бизнес-циклам. Считается, что во время экономического спада торговля в ГЦС падает, а потом и восстанавливается быстрее, чем торговля не связанная с ГЦС. Это объясняется более синхронизированными информационными потоками в глобальных цепочках, что позволяет проводить быстрые корректировки;
- 2) повышенная уязвимость к срывам поставок сырья. Различные события могут порождать проблемы в реализации логистических схем в ГЦС ввиду географической отдаленности предприятий и многочисленности компонентов конечного продукта;
- 3) перебазирование и инвестиционные риски. Даже небольшие изменения в производстве и возможности снижения затрат могут стать причинами передислокации. В такой ситуации частные и государственные инвестиции, направленные на создание необходимой материальной базы и подготовку рабочей силы для участия в ГЦС, становятся бесцельно потраченными;
- 4) риски, связанные с вопросами труда и окружающей средой. Компании развитых стран, выстраивающие глобальные цепочки и размещающие производства в развивающихся странах, ориентированы на соблюдение высоких трудовых и экологических стандартов. Однако они далеко не всегда могут обеспечить их исполнение, так как в борьбе за контракты и инвестиции принимающая сторона может намеренно занижать затраты на охрану труда и окружающей среды;
- 5) риски, связанные с неравенством распределения доходов в странах глобальной цепочки. Дело в том, что асимметрия значимости отдельных участков ГЦС приводит и к неравномерному распределению доходов и прибыли между фирмами и странами их базирования. То есть индустриализация развивающихся стран может происходить одновременно с деиндустриализацией развитых стран;
- 6) ограниченность обучения. Узкая специализация в глобальных цепочках может ориентировать на весьма ограниченные компетенции работников. В силу этого полученные навыки не могут быть перенесены в другие виды деятельности или использованы для модернизации внутри самой ГЦС.

В российских специализированных изданиях также появились публикации, посвященные вопросам рисков участия в глобальных цепочках стоимости. Авторы одной из них, Т.А. Мешкова и Е.Я. Моисеичев, весьма оригинально, на основе методологии Форсайт, описывают риски ГЦС, которые они называют «вызовы и угрозы». В качестве объектов исследования выбраны пять конкретных секторов российской экономики, возможных для участия в глобальных цепочках стоимости. Во-первых, свежие овощи и фрукты. Основные угрозы – недостаток земельных участков для экспериментальных полей и недостаточная поддержка в области семеноводства. Во-вторых, воздушное сообщение. Главные опасности – дефицит квалифицированных пилотов и низкая, зачастую отрицательная, рентабельность

⁶ World Trade Report 2014.
URL: https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/world_trade_report14_e.pdf

бизнеса. В-третьих, мобильные телефоны и смартфоны. Основные проблемы – высокая скорость инноваций устройств одновременно с их быстрым моральным старением в сочетании с возможной блокировкой доступа к технологическим секретам со стороны лидеров отрасли. В-четвертых, автомобильные запасные части. Узловые проблемы – отставание в области дизайна и продаж, недостаточно квалифицированная и слишком дорогая рабочая сила. В-пятых, электронные платежные системы. Главные угрозы – сильная зависимость от международных игроков, высокий уровень конкуренции, действие санкций на ведущих участников финансового рынка России. Стратегически важным здесь является нахождение окон возможностей для участия и даже достижения лидирующих позиций в ГЦС, либо признание контрпродуктивности попыток интеграции в глобальную сеть [19].

Следует отметить, что различные параметры вызовов, угроз и рисков являются весьма важными и необходимыми характеристиками для проведения аналитического изучения возможностей участия в глобальных цепочках стоимости. Не вызывает сомнения тот факт, что проблемы зависимости от циклов ведения бизнеса и потенциальных нарушений в логистических схемах могут быть весьма существенны и должны учитываться в принятии решений по ГЦС. Необходимо помнить и о возможных осложнениях, связанных дисбалансами затрат и доходов, а также сокращением рабочих мест в отдельных участках глобальной цепочки. Несомненна и необходимость учета проблематики, вызываемой узкой специализацией в подготовке рабочей силы и охраной окружающей среды.

Топ-менеджеры компаний являются хорошо образованными, высокопрофессиональными и ответственными специалистами. Они, без сомнений, знают, что такое иностранная и внутренняя добавленная стоимость в валовом экспорте и конечном спросе, и что такое ее реэкспорт и реимпорт. Однако при решении вопросов вхождения в глобальную цепочку они в первую очередь будут определять организационное оформление этого действия –

филиал, дочерняя компания, покупка доли, слияние или поглощение, стратегический альянс. Вряд ли топ-менеджмент корпорации будет сильно интересоваться и логарифмами экономической мощности глобальной цепочки, и логарифмами расстояний между странами-экспортерами, импортерами и промежуточными странами. В итоге главными вопросами, на которые нужно получить ответы, будут: каков предполагаемый экономический результат и на какой уровень риска необходимо рассчитывать.

Разнообразные показатели базы данных Организации экономического сотрудничества и развития и различные характеристики ГЦС, предлагаемые в публикациях международных финансовых институтов и отдельных авторов, прямых ответов на эти вопросы не дают. В связи с этим весьма перспективными можно считать предложения специалистов о необходимости использования проектного подхода для обоснования участия в глобальных цепочках [20]. В таком случае при выборе инвестиционного проекта вообще, и при выборе проекта в ГЦС в частности, в качестве основы может быть использован комплекс показателей, применяемых в инвестиционном проектировании. Представляется, что наиболее приемлемым здесь является использование методических приемов определения показателя чистой приведенной стоимости, позволяющего одновременно учитывать различные виды рисков. Но поскольку речь идет о добавленной стоимости, то можно и нужно рассчитывать показатель чистой приведенной добавленной стоимости.

$$NPVA = \sum_{t=1}^n \frac{VA_t^{in}}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{VA_t^{out}}{(1+k)^t},$$

где VA_t^{in} – входящая в компанию добавленная стоимость, в связи с осуществлением проекта в глобальной цепочке в году t ;

VA_t^{out} – исходящая из компании добавленная стоимость в связи с реализацией проекта в глобальной цепочке в году t ;

k – ставка дисконтирования;

n – число лет осуществления проекта в глобальной цепочке.

Особый интерес в формуле представляет ставка дисконтирования. Известно, что она должна одновременно учитывать гарантированную безрисковую ставку доходности, инфляционные ожидания и риск, связанный непосредственно с объектом инвестирования. Наиболее распространенным подходом к обоснованию ставки дисконтирования является использование модели оценки финансовых активов лауреата Нобелевской премии У. Шарпа (CAPM – capital asset pricing model). Эта модель основана на использовании безрисковой процентной ставки, премии за риск и коэффициента систематического риска. Модель и ее модификации многократно подвергались критике и разнообразным практическим тестированиям с целью выявить ее возможные уязвимости. Но несмотря на это, она является практически повсеместно используемой. Представляется, что CAPM может быть применена и в обосновании ставки дисконтирования для инвестирования в глобальной цепочке.

Еще в 1983 г. М. Адлер и Б. Думас предложили модификацию модели оценки финансовых активов для международного инвестирования (ICAPM – international capital asset pricing model) [21].

$$R_i = R_{(t,t+n)}^f - \beta^f \cdot [R_{(t,t+n)}^{fm} - R_{(t,t+n)}^f] + b \cdot S_{(t,t+n)}, \quad (1)$$

где R_i – ожидаемая доходность международного инвестиционного проекта i ;

$R_{(t,t+n)}^f$ – международная безрисковая процентная ставка за период времени с t до $t+n$;

β^f – коэффициент международного систематического риска;

$R_{(t,t+n)}^{fm}$ – доходность оптимального международного рыночного портфеля за период времени с t до $t+n$;

b – премия за валютный риск;

$S_{(t,t+n)}$ – процентное изменение курса национальной валюты за период времени с t до $t+n$.

Важной проблемой в обосновании ставки дисконтирования является учет влияния инфляции. Рост цен на сырье и материалы, повышение тарифов на услуги инфраструктурных компаний, увеличение затрат на оплату труда воздействуют на издержки и доходы компаний. До определенной степени это учитывается в элементах $\beta^{(f)}$ и $S_{(t,t+n)}$ формулы (1). Однако эти показатели могут отражать лишь усредненные значения. Между тем компании, участвующие в глобальных цепочках, как и все компании, могут быть разделены на инфляционно зависимые и независимые. В периоды инфляционных всплесков их расходы и доходы растут разными темпами. Следовательно, в обосновании ставки дисконтирования для конкретной компании необходимо учитывать и ее зависимость от инфляции. Это может быть сделано с помощью дополнительной коррекции международной премии за риск $[R_{(t,t+n)}^{fm} - R_{(t,t+n)}^f]$. Тогда формула (1) принимает следующий вид:

$$k = R_{(t,t+n)}^f - \beta^f \cdot [R_{(t,t+n)}^{fm} - R_{(t,t+n)}^f] \cdot I_{gvc} + b \cdot S_{(t,t+n)},$$

где I_{gvc} – соотношение индекса цен на продукт в глобальной цепочке и общего индекса цен.

Глобализация экономики и интернационализация производства в современном мире продолжают бурно развиваться. Эти процессы приводят к продвижению капитала, передовых технологий и информационных потоков в ранее неразвитые и отсталые регионы мира. Там возникают промышленные кластеры, абсолютно новые производства, формируется человеческий капитал. Транснациональные корпорации развитых стран получают ценные активы и дополнительные доходы, а развивающиеся страны начинают индустриализацию и решают свои экономические и социальные проблемы. Однако эти процессы развиваются неоднозначно, что проявляется в тенденциях неопротекционизма и трансрегионализма в экономике. Глобальные цепочки стоимости формируются и развиваются в изменяющихся условиях. Они продолжают оставаться в

центре внимания правительств, международных организаций и научного сообщества. Менеджмент компании, руководящий бизнесом в трансформирующихся глобальных цепочках стоимости, должен обращать пристальное внимание на возникающие риски и конечный результат. Это можно делать с помощью показателя чистой приведенной добавленной стоимости и своевременной корректировки ставки дисконтирования.

Список литературы

1. Глобальная система на переломе: пути к новой нормальности / под ред. А. Дынкина, М. Барроуза. М.: ИМЭМО РАН, 2016. 32 с.
2. Хейфец Б.А. Трансрегиональное переформатирование глобального экономического пространства. Вызовы для России. М.: Институт экономики РАН, 2016. 86 с.
3. Хесин Е.С. Современная мировая экономика: финансы и накопление капитала // Деньги и кредит. 2016. № 8. С. 31–36.
4. Stephenson S. Trade Governance Frameworks in a World of Global Value Chains. *Policy Options Paper*, 2016, Geneva, International Centre for Trade and Sustainable Development, World Economic Forum. URL: http://www3.weforum.org/docs/E15/WEF_Global_Value_Chainreport_2015_1401.pdf.
5. Taglioni D., Winkler D. Making Global Value Chains Work for Development. Trade and Development Series. Washington, D.C.: World Bank Group. 2016. URL: <http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP143.pdf>. doi: 10.1596/978-1-4648-0157-0
6. Коница Н.Ю. Важнейшие аспекты развития крупных международных компаний в меняющемся мире // Вестник МГИМО Университета. 2016. № 1. С. 143–153.
7. Шуйский В.П. Международная торговля товарами: сохранение нынешних тенденций или начало разворота // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. № 7. С. 53–59.
8. Кузнецов А.В. Глобальные дисбалансы и геофинансовые риски России // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 3. С. 51–57.
9. Sauv e P., Soprana M. Disciplining Investment Incentives: A Lost Cause? URL: <http://www.ictsd.org/sites/default/files/research/E15-Investment-Sauve%20and%20Soprana-FINAL.pdf>.
10. Спартак А.Н. Перспективные направления экспортной специализации России // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. № 4. С. 3–10.
11. Балакирева С.М. Принципы и каналы поиска новых внешнеторговых партнеров в условиях экономического кризиса // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. № 4. С. 63–72.
12. Макаров И.А., Соколова А.К. Сопряжение евразийской интеграции и Экономического пояса Шелкового пути: возможности для России // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. 2016. № 2. С. 40–57.
13. Соколов В.В. Международные производственные цепочки: учет вклада стран в создание добавленной стоимости // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. № 2. С. 48–59.
14. Идрисова В.В., Литвинова Ю.О. Торговля добавленной стоимостью: эмпирический анализ // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. № 8. С. 49–66.

15. Кукушкина Ю.М. Глобальные цепочки создания стоимости и корпоративные интересы транснациональных корпораций // Современная конкуренция. 2016. № 2. С. 107–117.
16. Бирюкова О.В. Участие сектора услуг в развитии глобальных цепочек создания стоимости // Известия Уральского государственного экономического университета. 2016. № 3. С. 115–125.
17. Гурова И.П. О многомерной модели евразийской экономической интеграции // Пространственная экономика. 2016. № 1. С. 14–29.
18. Gereffi G., Luo X. Risks and Opportunities of Participation in Global Value Chains. The World Bank, *Policy Research Working Paper*, 2014, no. 6847. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/914141468325443509/pdf/WPS6847.pdf>.
19. Мешкова Т.А., Моисеичев Е.Я. Анализ глобальных цепочек создания стоимости: возможности Форсайт-исследований // Форсайт. 2016. № 1. С. 69–82.
20. Дементьев В.Е., Устюжанина Е.В. Включение отечественной экономики в глобальные цепочки создания стоимости: созидательный потенциал и риски // Российский экономический журнал. 2016. № 2. С. 19–34.
21. Adler M., Dumas B. International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *The Journal of Finance*, 1983, vol. 38, no. 3, pp. 925–984. URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1983.tb02511.x/abstract>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

GLOBAL VALUE CHAINS: RISKS AND RESULTS**Aleksei O. GOLOVIN^{a,*}, Galina L. TOLKACHENKO^b**^a Higher School of Entrepreneurship (Institute), Tver, Russian Federation
AGolovin@outlook.com^b Tver State University, Tver, Russian Federation
tolkachenko59@mail.ru

* Corresponding author

Article history:Received 28 November 2016
Received in revised form
13 December 2016
Accepted 28 December 2016
Available online
27 January 2017**JEL classification:** F01, F21,
F61, O12**Keywords:** globalization,
global chain, risk, result**Abstract****Importance** The article discusses modern condition of the world economy process globalization. Its development is characterized by increasing the trends of neo-protectionism and transregionalism that increases the degree of uncertainty of doing business. Under these conditions, multinationals modify their approaches to investment policy and transform their global production and trade networks. Therefore, it is important to monitor potential risks and outcomes in global value chains (GVC).**Objectives** The study focuses on changing conditions of business of multinationals and emerging risks. It analyzes the views of experts on challenges and threats to global value chains, and offers a possible indicator that describes the final financial result of business in GVC.**Methods** The study rests on comparative analysis, expert evaluations and mathematical formalization.**Results** The review of existing opinions on risk indicators and business results in GVC showed the plurality and poor suitability of proposed parameters. We underpin the need for using an indicator reflecting the final outcome of the company in the global chain, and propose an indicator, which characterizes the financial outcome of business in GVC.**Conclusions and Relevance** Transnational corporations doing business in global value chains should promptly monitor and consider all changes and new risks. The net present value added may be an important evaluation parameter. It should be constantly adjusted by modifying the discount rate to account for the impact of general and specific risks.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. *Global'naya sistema na perelome: puti k novoi normal'nosti* [Crisis of the global system: Pathways toward a new normal]. Moscow, IMEMO RAS Publ., 2016, 32 p.
2. Kheifets B.A. *Transregional'noe pereformatirovanie global'nogo ekonomicheskogo prostranstva. Vyzovy dlya Rossii* [Trans-regional reformatting of the global economic space. Challenges for Russia]. Moscow, Institute of Economics of RAS Publ., 2016, 86 p.
3. Khesin E.S. [Modern global economy: Finance and capital formation]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2016, no. 8, pp. 31–36. (In Russ.)
4. Stephenson S. Trade Governance Frameworks in a World of Global Value Chains. *Policy Options Paper*, 2016, Geneva, International Centre for Trade and Sustainable Development, World Economic Forum. Available at: http://www3.weforum.org/docs/E15/WEF_Global_Value_Chainreport_2015_1401.pdf.
5. Taglioni D., Winkler D. Making Global Value Chains Work for Development. Trade and Development Series. Washington, D.C., World Bank Group, 2016. Available at: <http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP143.pdf>. doi: 10.1596/978-1-4648-0157-0

6. Konina N.Yu. [Major aspects of international companies' development in a changing world]. *Vestnik MGIMO Universiteta = Vestnik MGIMO-University*, 2016, no. 1, pp. 143–153. (In Russ.)
7. Shuiskii V.P. [International trade in goods: Maintaining current trends or a turning-point]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*, 2016, no. 7, pp. 53–59. (In Russ.)
8. Kuznetsov A.V. [Global imbalances and geo-financial risks of Russia]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics. Taxes. Law*, 2016, no. 3, pp. 51–57. (In Russ.)
9. Sauvé P., Soprana M. Disciplining Investment Incentives: A Lost Cause? Available at: <http://www.ictsd.org/sites/default/files/research/E15-Investment-Sauve%20and%20Soprana-FINAL.pdf>.
10. Spartak A.N. [Promising areas of Russia's export specialization]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*, 2016, no. 4, pp. 3–10. (In Russ.)
11. Balakireva S.M. [Principles and channels to find new trade partners under economic crisis]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Bulletin*, 2016, no. 4, pp. 63–72. (In Russ.)
12. Makarov I.A., Sokolova A.K. [The Eurasian integration and the Silk Road Economic Belt: Opportunities for Russia]. *Vestnik mezhdunarodnykh organizatsii: obrazovanie, nauka, novaya ekonomika = International Organizations Research Journal: Education, Science, New Economy*, 2016, no. 2, pp. 40–57. (In Russ.)
13. Sokolov V.V. [Global value chains: Considering the contribution of countries in value added creation]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*, 2016, no. 2, pp. 48–59. (In Russ.)
14. Idrisova V.V., Litvinova Yu.O. [Trade in value added: An empirical analysis]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*, 2016, no. 8, pp. 49–66. (In Russ.)
15. Kukushkina Yu.M. [Global value chains and corporate interests of multinational corporations]. *Sovremennaya konkurenciya = Modern Competition*, 2016, no. 2, pp. 107–117. (In Russ.)
16. Biryukova O.V. [Participation of the services sector in global value chains development]. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of Ural State University of Economics*, 2016, no. 3, pp. 115–125. (In Russ.)
17. Gurova I.P. [On multidimensional model of Eurasian economic integration]. *Prostranstvennaya ekonomika = Spatial Economics*, 2016, no. 1, pp. 14–29. (In Russ.)
18. Gereffi G., Luo X. Risks and Opportunities of Participation in Global Value Chains. The World Bank, *Policy Research Working Paper*, 2014, no. 6847. Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/914141468325443509/pdf/WPS6847.pdf>.
19. Meshkova T.A., Moiseichev E.Ya. [Foresight applications to the analysis of global value chains]. *Forsait = Foresight and STI Governance*, 2016, no. 1, pp. 69–82. (In Russ.)

20. Dement'ev V.E., Ustyuzhanina E.V. [The inclusion of domestic economy into global value chains: Creative potential and risks]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economics Journal*, 2016, no. 2, pp. 19–34. (In Russ.)
21. Adler M., Dumas B. International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *The Journal of Finance*, 1983, vol. 38, no. 3, pp. 925–984. Available at: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1983.tb02511.x/abstract>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.