

# ДЕТЕРМИНАНТЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКОГО РИТЕЙЛА

Назарова Варвара Вадимовна, к.э.н.,

Замостьян Юлия Вячеславовна

Национальный исследовательский университет

«Высшая школа экономики»

В статье определены ключевые детерминанты, оказывающие влияние на эффективность инвестиционной политики компаний в сфере ритейла. Выборка исследования включает данные по 86 российским ритейлерам, активно работающим на отечественном рынке. Построенные модели показали степень влияния на инвестиционную политику компаний сферы ритейла таких показателей, как активы, чистая прибыль, коэффициент текущей ликвидности, совокупный долг к совокупным активам, возраст компании, наличие онлайн-магазина, количество торговых точек, планы по развитию, количество стран, где развивается ритейлер, а также таких макропоказателей как внутренний валовый продукт, объем инвестиций, ставка процента.

*Ключевые слова:* инвестиционная политика, компания сферы ритейла, розничная торговля, детерминанты эффективности инвестиционной политики

## **Determinants of the investment policy of Russian retail**

The article identifies the key determinants that influence the efficiency of companies' investment policy in the retail sector. The sample of the study includes data on 86 Russian retailers actively working in the domestic market. The constructed models showed the degree of influence on the investment policy of retail companies such indicators as assets, net profit, current liquidity ratio, total debt to total assets, company age, online store availability, number of outlets, development plans, number of countries where the retailer is developing, as well as macroeconomic indicators such as gross domestic product, investment volume, interest rate.

*Keywords:* investment policy, retail company, retail, determinants of investment policy effectiveness

Российская розничная торговля представляет собой динамично развивающуюся и инновационно ориентированную отрасль национальной экономики, играющую важную роль в хозяйственной жизни нашей страны (Красюк, Медведева, 2017). Она обеспечивает процессы товародвижения и создает условия для сбыта продукции отечественных предприятий в национальном масштабе, а также гарантирует потребителям физическую доступность необходимых им товаров в местах их проживания.

Согласно данным Росстата, оборот розничной торговли в Российской Федерации в марте 2018 года составил 2461,1 миллиарда рублей, в июне 2018 года вырос на 3% и составил 2561,1 млрд. рублей (Федеральная служба государственной статистики). Оборот сформирован двумя составляющими: первая - торгующие организации и индивидуальные предприниматели, деятельность которых осуществляется вне рынка, составляет 94,3%, вторая - розничные рынки и ярмарки, доля которых составляет 5,7% от общего оборота розничной торговли (Федеральная служба государственной статистики). Исходя из планов по развитию сетевого ритейла на 2018 год, многие сети активно начинают свое развитие в регионах, а также открывают новые форматы магазинов, такие как "магазины у дома", "магазины по пути", комбинированные форматы магазинов, которые сочетают торговлю с досугом, общественным питанием и даже спортом. Благодаря хорошему маркетингу и рекламным кампаниям, новым ритейл сетям удастся быстро завоевать популярность у потребителя. Примером является такая компания на рынке фуд - ритейла, как «Цех85», которая всего за несколько лет открыла более 28 торговых точек по Санкт-Петербургу и планирует свое развитие в других городах России.

Согласно исследованиям ведущего информационного агентства INFOLine, ближайшие несколько лет жесткая конкуренция, инфляция, трансформация структуры розничного рынка окажут влияние на розничную торговлю (сайт INFOLine). Более того, в 2018 году произошло увеличение размера единого налога на вмененный доход: коэффициент - дефлятор составил 1,868 против 1,798, который использовался в 2017 году. Данное изменение увеличило налоговую нагрузку на налогоплательщиков (Федеральная служба государственной статистики). Еще одним негативным фактором может стать повышение ставки НДС с 18% до 20%, которое приведет к росту цен и станет причиной снижения реальной покупательной способности населения.

В этих условиях большое значение имеет формирование эффективной инвестиционной политики, которая позволила бы компаниям сохранить и нарастить свои позиции в условиях рыночной стагнации. Данная статья посвящена анализу тех факторов, которые влияют на формирование инвестиционной политики в сфере розничной торговли.

Большинство авторов представляют единую трактовку понятия "инвестиционная политика", а именно - это часть долгосрочной финансовой стратегии компании, благодаря которой достигаются высокие темпы роста, вложенные инвестиции обеспечивают требуемый уровень отдачи, и достигается рост рыночной стоимости компании (Котляров, 2012).

Важность инвестиционной политики для успеха компании является причиной того, что на сегодняшний день существует значительное число публикаций, в которых исследуются факторы, обуславливающие инвестиционную политику. В частности, В.А.Черкасова и

О.Ю.Теплова О.Ю. в 2011 году в качестве факторов, которые определяют инвестиционную политику компаний топливно-энергетической отрасли в период с 2000 по 2010 года, использовали капитальные вложения, общую выручку инвестиций, выручку от реализации, операционную, чистую и нераспределенную прибыль, долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы, общую стоимость активов компании, основные средства, дивиденды, сумму выплаченных налогов и сумму процентов по долгу. В качестве зависимой переменной использовались капитальные вложения в текущем году. В результате исследования выявлена положительная взаимосвязь между доходностью на инвестиции и уровнем капитальных вложений. Другой вывод по модели: размер финансового рычага увеличивает инвестиционные вложения компании (Черкасова, Теплова, 2011). Оценки моделей, полученные авторами, являются состоятельными, эффективными и несмещенными, что в целом говорит о том, что модель не нуждается в корректировках и показывает значимые результаты.

В исследовании (Hobdari, Jones, Mygind, 2009) построена регрессионная модель, основанная на теории переключения, что позволило избежать неточность, которая может возникнуть ввиду ошибочной классификации. В качестве выборки использовались эстонские компании в период с 1993 года по 2002 год. Авторы оценивали влияние факторов на инвестиции. В качестве объясняющих переменных были взяты: средняя заработная плата, объем продаж, чистая прибыль, краткосрочные и совокупные обязательства, количество работников в компании, возраст компании, наибольшая доля акций, ликвидные активы, отрасль компании, заемный капитал, денежные потоки компании (Hobdari, Jones, Mygind, 2009). Главным выводом исследования является то, что есть два вида компаний: финансово ограниченные и неограниченные. В связи с этим, оценено положительное влияние денежного потока на размер инвестиций. Таким образом, денежные потоки увеличивают возможный доход и прибыльность компании. Однако неясно, можно ли эту модель использовать для российских компаний, поскольку изначально она была построена для другой страны.

Одно из самых последних исследований было проведено Айджайде в 2017 году, в котором рассматривались 54 нефинансовые фирмы в развивающихся странах в период 2002-2012 годов. Автором были рассмотрены такие факторы как качество регулирования в стране, коррупция, политическая стабильность, денежные потоки, ликвидные активы, индекс Херфиндаля-Хиршмана, который показывает долю, занимаемую компанией на рынке. Как и в исследовании (Hobdari, Jones, Mygind, 2009), исследование Айджайде подтвердило, что денежный поток компаний оказывает положительный и существенный эффект на инвестиции (Ajide, 2017).

Для компаний особенно важно понимать целесообразность вложения их инвестиций в разные проекты, поэтому чаще всего используется показатель ROI - коэффициент возврата

инвестиций, позволяющий определить насколько вложенные денежные средства прибыльны или убыточны. В данном коэффициенте используются значения таких данных, как количество инвестиций (их общая сумма), доход и сама себестоимость производимого компанией товара или услуги. Так, исследование, проведенное Гордоном и Айнгером в 1996 году, подтверждает гипотезу о том, что максимизация рентабельности инвестиций (ROI) связана с капиталовложениями в компанию. Авторы тестировали и другую гипотезу, а именно что дифференциальная рентабельность инвестиций (DROI) компании не имеет взаимосвязи с капитальными затратами предыдущего периода. Гордон и Айнгер тестировали гипотезы на выборке американских компаний в период с 1989 по 1992 года и использовали в качестве независимых переменных объем продаж, внутренний поток средств в компании, капиталоемкость. Также авторами замечена положительная взаимосвязь между объемом производства и капитальными затратами (Gordon, Iyengar, 1996).

На год ранее, в 1995 году, было проведено исследование Гордоном и Гринером, которые в качестве выборки использовали американские и европейские компании. Авторы подтвердили гипотезу о влиянии капиталоемкости на капитальные затраты (Griner, Gordon, 1995).

Инвестиционная деятельность крайне важна как для зарубежных, так и для российских компаний, так как такой вид активности влияет на развитие компании в целом, а также определяет ее долгосрочные перспективы. Чаще всего инвестиции в своей основе содержат капитальные вложения, которые направляются на расширение производства, на реконструкцию и другие нужды компании. Капитальные вложения имеют особую важность для компаний, так как их структура имеет отношение не только к устойчивости и развитию компании на рынке, но также к качеству продукции, которую выпускает фирма. Структура капитальных вложений делится на 4 вида: отраслевая, территориальная, технологическая, воспроизводственная. Другим аспектом капитальных вложений является их состав, который зависит, например, от формы собственности, а также от характера воспроизводства.

Как показывает обзор литературы, в настоящее время нет исследований, в которых бы изучались факторы инвестиционной политики российских розничных компаний. И хотя можно предположить, что часть факторов будет совпадать для российских компаний отрасли ритейла и для отечественных и зарубежных компаний других отраслей, все же можно полагать, что, во-первых, влияние этих факторов будет различаться для разных отраслей, и, во-вторых, в отрасли ритейла могут присутствовать свои специфические факторы влияния.

Что же касается исследований по проблематике розничной торговли, то они в основном посвящены коммерческой и инновационной политике компаний, а также противодействию кризисным явлениям в отечественной экономике, а не анализу их инвестиционной деятель-

ности (Сорокина, 2017; Красюк, 2018; Соломатин, Морева, 2017) . Это позволяет подтвердить актуальность темы нашего исследования.

### Обзор российского рынка розничной торговли

История розничной торговли в России в ее современном виде (основанном на доминировании федеральных и региональных розничных сетей) берет свое начало еще с конца 1990-х и формально может быть разделена на семь основных этапов. Период с 1991 г. до рубежа 2000-х гг. можно отнести к переходному, когда произошел развал централизованной системы советской торговли, и основная роль в розничных продажах принадлежала мелкой не сетевой (а для отдельных групп товаров – и внемагазинной) рознице. И только с конца 1990-х гг. стал осуществляться постепенный процесс роста розничных сетей и замещения т. н. нецивилизованных форм торговли цивилизованными. Табл. 1 демонстрирует взаимосвязь доходов населения, экономической ситуации и оборота розничной торговли в России (Исследования. Рынок гипермаркетов FMCG России. Итоги 2012 г.).

**Таблица 1. Основные этапы развития розничной торговли**

Этап	Дата	Оборот розничной торговли	Доходы населения	Экономика	Другое
Первый	конец 1990-х – 2002 г.	Сокращается	Снижаются	Финансовый кризис 1998 года	В промышленном производстве спад
Второй	2002- 2005 гг.	Растет	Растут	Рост	Рост иностранных инвестиций
Третий	2006 - третий квартал 2008 гг.	Растет	Растут	Рост	Денежная и валютная политика стабильна
Четвертый	четвертый квартал 2008 года – четвертый квартал 2009 года	Сокращается	Снижаются	Экономический кризис	Повышение ставок банковского кредитования
Пятый	2010 -2011 года	Растет	Растут	Растет	Спрос на непродовольственные товары
Шестой	с 2012 года по 2016	Замедление	Замедление роста	Рост замедляется	Темпы роста потребительского кредитования снижаются
Седьмой	2017 - по настоящее время	Растет	Снижаются	Рост замедляется	Рост кредитования, компенсационный рост зарплат, ВВП растет

Источник: INFOLine

На развитие российского ритейла оказывают влияние как внешние, так и внутренние факторы. Эксперты PWC в своем исследовании российского рынка розничной торговли выявили следующие факторы. К внешним относятся административные барьеры, рост конкуренции, барьеры, связанные с инфраструктурой, законодательство и прочие внешние факторы. К внутренним факторам следует отнести стратегию развития бизнеса (модели расширения бизнеса, финансирование развития бизнеса, форматы розничной торговли), операционную деятельность (оптимизация затрат, подход к вопросам недвижимости, управление цепочкой поставок), продажи и маркетинг (оценка эффективности бренда, программы лояльности, информационные технологии) (PricewaterhouseCoopers).

Для проведения качественного анализа инвестиционной политики ритейла следует проанализировать рынок розничной торговли в Российской Федерации в целом, так как ситуация на рынке ритейла - это внешний фактор, который оказывает влияние на развитие розничной торговли. Сначала рассмотрим динамику оборота розничной торговли. Таблица ниже демонстрирует оборот розничной торговли в период с 2010 по 2017 год в Российской Федерации (Федеральная служба государственной статистики).

**Таблица 2. Оборот розничной торговли, 2010-2017 года, млн. рублей**

	Всего	Продовольственные товары	Непродовольственные товары	Оборот торговых организаций	Продажа на розничных рынках и ярмарках
2010	16512047.0	8002168.2	8509878.8	14457153.8	2054893.2
2011	19104336.5	9104324.3	10000012.2	16898443.1	2205893.4
2012	21394526.2	9961361.5	11433164.7	19126304.5	2268221.7
2013	23685913.5	11143008.9	12542904.6	21453829.3	2232084.2
2014	26356237.3	12380805.5	13975431.8	24057249.0	2298988.3
2015	27526793.2	13412264.0	14114529.2	25358189.2	2168604.0
2016	28305594.6	13746346.5	14559248.1	26298361.0	2007233.6
2017	29813334.4	14435782.9	15377551.5	27877885.5	1935448.9

Источник: (Федеральная служба государственной статистики)

В таблице 2 представлен оборот розничной торговли за анализируемые года. Оборот розничной торговли включает оборот продовольственных и непродовольственных товаров, которые были реализованы торговыми организациями, розничными рынками и ярмарками. Из таблицы 2 видно, что оборот розничной торговли неизменно растет и в 2017 году оборот

составил 29,813 триллиона рублей. Также стоит отметить, что на конец 2017 года объем ВВП в текущих ценах составил 92 037,2 миллиарда рублей, а уровень инфляции 2,5%. Рисунок 1 наглядно демонстрирует рост оборота розничной торговли на территории Российской Федерации (Федеральная служба государственной статистики).



**Рис. 1. Оборот розничной торговли, 2010-2017 года, млн. рублей**

Источник: (Федеральная служба государственной статистики)

С 2011 года по 2015 год индекс физического объема оборота розничной торговли падает, как продовольственного сектора, так и непродовольственного. Именно в этот момент розничная торговля перешла на шестой этап развития, где происходит замедление роста розничной торговли, а также замедляются доходы населения и рост экономики. В 2011 оборот упал на 1,7%, но к 2012 году вырос до 103,6%. Далее, в 2013 году индексы физического объема снизились на 1% по сравнению с 2012 годом. В 2014 году индекс снизился на 2,6% ввиду финансового и экономического кризиса в стране. Далее можно заметить, что в 2015 году индекс физического объема существенно упал и составил 91,1%. Тем не менее, в 2016 и 2017 годах мы видим рост и на конец 2017 года индекс вернулся приблизительно в значение 2014 года и составил 101,3% (Федеральная служба государственной статистики).

Рассмотрим основных игроков рынка сетевого ритейла, их чистую прибыль, а также прирост чистой прибыли за год. Чистая прибыль ритейлеров взята из базы данных SPARK в период с 2015 по 1 квартал 2018 года, некоторые значения пропущены ввиду того, что компании не опубликовали отчет о прибылях и убытках. Стоит заметить, что за первый квартал 2018 года данный отчет предоставил только "Магнит" (Информационный ресурс СПАРК).

**Таблица 3. Чистая прибыль FMCG и DIY ритейлеров, в тыс. рублей**

	2015	2016	2017	2018 (1 квартал)	Темп прироста 2016 года
<b>FMCG ритейлеры</b>					
Ашан	11 884 546	10 911 648			-8,2%
Дикси Групп	14 232 397	132 506	-42 541		-573%
Магнит	37 536 826	29 785 206	37 559 017	1 530 539	-7,6%
Лента	26 866 870	9 875 975	6 908 748		8,8%
X5 RetailGroup	14 174 000	22 291 000			5,7%
Метро	13 338 570	5 842 196			-56%
Окей	448 036	2 152 223	32 865 (3 квартал)		380%
<b>DIY ритейлеры</b>					
ЛеруаМерлен	7 699 898	7 948 506			1,9%
Петрович	1 093 498	1 295 510			18,4%
Бауцентр	115 254	463 673			302%

Источник: (Информационный ресурс СПАРК)

Рассмотрим чистую прибыль компаний DIY и FMCG секторов, которые представлены в таблице 3. Как видно из таблицы 3, в секторе DIY по чистой прибыли занимает лидирующую позицию французский ритейлер «ЛеруаМерлен». Согласно INFOline, "ЛеруаМерлен" занимает седьмое место в рейтинге крупнейших ритейлеров, уступая крупным продуктовым сетям (Крупнейшие торговые сети по объему выручки в 2016 году), но занимает первое место среди DIY ритейлеров (Рейтинг DIY Retail Russia Top). Согласно рейтингу ТОП-10 DIY ритейлеров по выручке, второе место занимает «Петрович» с приростом выручки 20,8%, третье место ОБИ, но демонстрирует отрицательный прирост выручки -2%. Бауцентр, в свою очередь, занимает седьмое место в рейтинге и прирост выручки составляет 9% (Рейтинг DIY Retail Russia Top).

Среди продуктовых ритейлеров, «Магнит» занимает первое место по чистой прибыли в 2016 году, но темпы роста чистой прибыли замедлились. Замедление прибыли сместило компанию с первой позиции по доле рынка на вторую позицию в рейтинге, в результате чего она уступила лидерство своему главному конкуренту X5 Retail Group (рис. 2). X5 Retail Group - это пять сетей продуктового ритейла, а именно «Карусель», «Пятерочка», «Перекресток», «Перекресток-Экспресс», «Перекресток Гипер». Доля рынка в 2015 году у X5 Retail

Group составила 6,2%, что на 0,7% меньше доли "Магнита" (Итоги 2016 года: кризис и консолидация российского ритейла). В 2016 и 2017 годах ситуация изменилась и X5 Retail Group занимает наибольшую долю рынка продуктового ритейла, а именно 9,5%. Также стоит отметить, что у ритейлера на конец 2017 года количество торговых точек составило 12121, что на 32% выше по сравнению с 2016 годом.

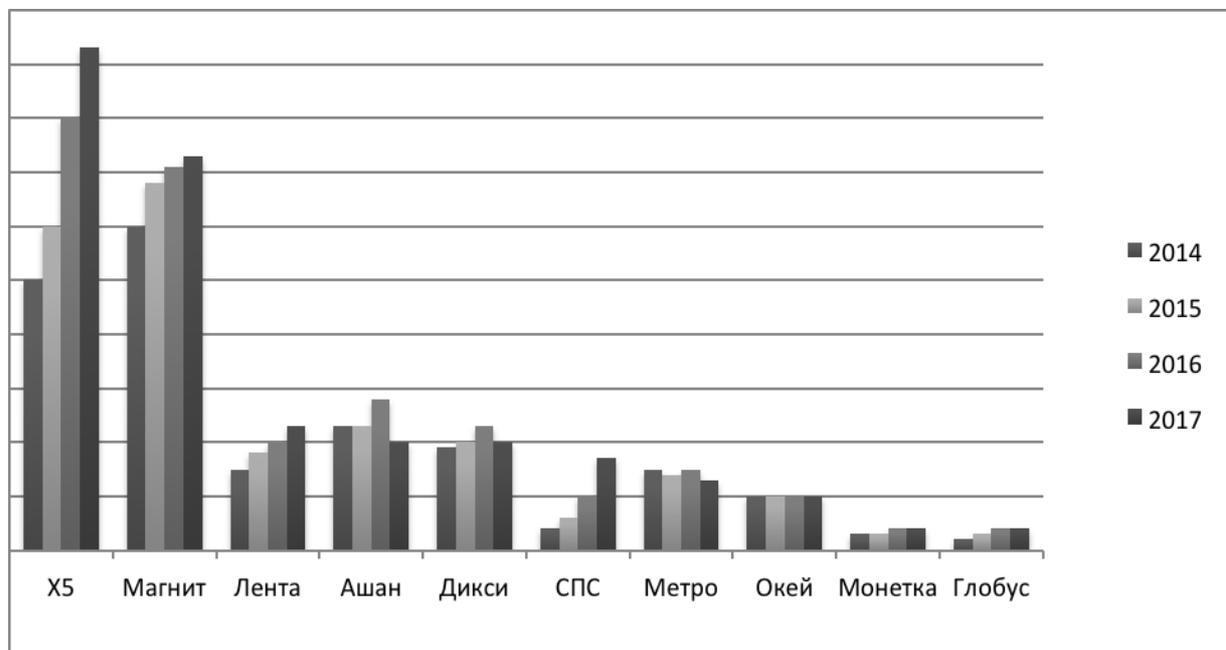


Рис.2. Доля рынка ведущих российских продуктовых ритейлеров за 2014-2017 года, %.

Проведя анализ доли рынка, можно увидеть, что ритейлер "Лента" с пятой позиции в 2014-2015 годах поднялась до третьей позиции в рейтинге, но, тем не менее, отстает от двух ведущих конкурентов "Магнита" и "X5". "Дикси", наоборот, потеряла долю рынка и в 2017 году ее доля составила такой же процент, как и в 2015 году. Ритейлер "Окей" на протяжении четырех годов сохранил свою долю рынка 1,2%, но в 2016-2017 годах спустился на позицию ниже.

### **Ключевые детерминанты, влияющие на инвестиционную политику компаний**

Важным шагом является выявление и обоснование основных факторов, которые оказывают возможное влияние на процесс формирования инвестиционной политики компаний в сфере ритейла. Далее описаны факторы, которые можно априорно считать влияющими на инвестиционную политику (это априорное предположение далее будет проверено при помощи эконометрического моделирования):

1) Возраст компании на момент исследования. Чем больше существует компания на рынке, тем, вероятнее всего, она прошла через основные жизненные циклы развития, преодолев стадии роста, зрелости, упадка, и вышла на этап возрождения. На разных этапах развития компания формирует инвестиционную политику, выделяя основные инвестиционные проек-

ты, которые будут реализованы, а также планируют статьи платежей по инвестиционной деятельности. Самый зрелый ритейлер – это «Глобус» (ООО Гиперглобус), который был основан 190 лет назад в Германии. В ходе дальнейшего исследования ритейлер, скорее всего, будет исключен как выброс. Средний возраст компаний, которые анализируются в исследовании - 30 лет.

2) Коэффициент текущей ликвидности. Оптимальное значение данного коэффициента находится в диапазоне от 1,5 до 2,5. Среди анализируемых в работе данных 86 компаний в сфере ритейла, минимальное значение коэффициента текущей ликвидности оказалось равным 0,1893 в 2012 году у продуктового ритейлера «Спар». Это означает, что у ритейлера есть некоторые сложности в возможности быстрого погашения текущих обязательств. Максимальное значение данного коэффициента у компании «Дикси», которое в 2015 году составило 138,6519, что примерно в 55 раз превышает максимально оптимального значения 2,5. Таким образом, у ритейлера «Дикси» оборотные активы использованы крайне неактивно. Рекомендация к данному случаю - улучшить краткосрочное кредитование.

3) Уровень заемных средств, который рассчитывается по данной формуле:

Уровень ЗС = совокупный долг / совокупные активы (1)

Если данный показатель высокий, то это свидетельствует о высоком уровне финансового рычага, который определяет уровень долга компании. Минимальное значение уровня заемных средств у компании «Билла», являющаяся продовольственной компанией, данное значение составляет 0,0008 в 2012 году. Максимальное же значение у компании «Спар», которое в 2014 году составило 2,6116. В 2016 же году уровень заемных средств у «Спара» составил 0,0407, что существенно ниже. Компания в данный период времени активно выкупала сеть продуктовых магазинов «Смайл», что возможно, и послужило обоснованию полученных результатов.

4) Активы ритейлера. Активы в сфере бизнеса – это то, что способно принести доход компании. Активы могут оказать воздействие на инвестиционную политику компании.

5) Чистая прибыль компании. Данный показатель определяет, какая сумма денежных средств есть у компании за вычетом всех расходов, в том числе и налогов и определяется следующим образом:

Чистая прибыль = Выручка - Себестоимость реализованной продукции - Накладные расходы - Прибыль до налогообложения - Налог на прибыль (2)

6) Страны, где развивается сеть. Чем больше стран охвачено ритейлером, тем активнее инвестиционная деятельность.

7) Развитие онлайн платформы. На данный момент все больше компаний развивают онлайн – магазины, которые способствуют наращиванию объема продаж. Онлайн-платформа -

это один из путей контакта с потребителем. Существует несколько видов контакта с потребителем, а именно мультиканальность, кроссканальность и омниканальность. На сегодняшний день, многие ритейлеры активно переходят на омниканальность, так как именно такой вид взаимодействия делает процесс взаимодействия наиболее комфортным для потребителя и предотвращает нежелательную для магазинов конкуренцию между разными каналами продаж (Котляров, 2011). Потребитель в любой удобный для него момент времени может узнать все о необходимом товаре (Каким будет ритейл до конца 2017 года: 12 прогнозов), а каналы продаж поддерживают друг друга в процессе создания ценности (Котляров, 2012).

8) Планы по развитию. Чем больше точек компания планирует открыть в будущих периодах, тем больше вложений им требуется. Это, в свою очередь, влияет на инвестиционную политику ритейла.

9) Количество розничных магазинов на момент исследования. Данный фактор показывает, насколько велика доля сети на рынке и обуславливает выбор сетью своей стратегии по сохранению и наращиванию этого присутствия.

10) Количество городов в России, в которых развивается компания. Важно понимать, развивается ли компания по всей Российской Федерации или только по определенным федеральным округам. Ввиду того, что инвестиционный климат может отличаться среди округов, это может оказать влияние на развитие, а это, в свою очередь, и на инвестиционные вложения, так как следует оценивать все возможные риски при реализации проекта.

11) ВВП в текущих ценах в России. Данный макропоказатель является важным для всей экономики страны, поэтому ввиду резких изменений у компаний могут быть сложности, которые им нужно учитывать, исходя из ожидаемых рисков.

12) Объем инвестиций в основной капитал в РФ - макропоказатель, который позволяет двигать объемы производства. Этот показатель значительно вырос с 1998 года, и в 2016 году он составлял 14748846,9 миллионов рублей (Федеральная служба государственной статистики).

13) Ставка процента. Данный макропоказатель оказывает влияние на экономический рост страны. Ожидается, что чем выше ставка процента, тем меньше платежей по инвестиционным операциям совершает компания.

В данном исследовании задействованы все переменные, перечисленные выше, так как для модели все они важны и оказывают то или иное влияние, которое следует оценить. Зависимой переменной выступает такая переменная, как платежи по инвестиционной деятельности, которая включает следующие виды статей: приобретение внеоборотных активов, приобретение акций, приобретение долговых ценных бумаг, прочие платежи по инвестиционным операциям.

Для формирования данных по компаниям в сфере ритейла послужила база СПАРК. Информация по компаниям была собрана на 02 февраля 2018 года. Стоит отметить, что бинарная переменная City была сформирована путем непосредственного опроса автором лиц, принимающих решения (ЛПР-ов), в сфере ритейла. Данная переменная означает планирование открытия новых торговых точек в 2018-2019 годах. Изначально количество наблюдений составляло 100 компаний, но из-за очистки выборки от тех компаний, которые не совершают платежи по инвестиционным операциям было принято решение сократить число наблюдений до 86. Выбранный период с 2012 по 2016 года, так как было мало компаний, которые сформировали отчет о прибылях и убытках за 2017 год, таких компаний насчитывалось около 10. Ниже представлена подробная таблица с описанием используемых в работе переменных.

**Таблица 4. Описание используемых переменных**

<i>Переменная</i>	<i>Описание</i>
Net_income	Чистая прибыль компании, в тыс. руб.
log.assets	Логарифм активов, в тыс. руб.
Debt	Отношение совокупного долга к совокупным активам
Liquidity	Коэффициент текущей ликвидности
Age	Возраст компании
Online	Наличие онлайн-магазина, бинарная переменная (1-есть, 0-нет)
Country	Количество стран, где развивается ритейлер
City	Планы по развитию в городах, бинарная переменная (1-есть планы, 0-нет планов)
Amount	Количество торговых точек, шт.
Interest_rate	Ставка процента
GDP	ВВП в текущих ценах, млрд руб.
Investment	Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации, в млрд.руб

В исследовании рассмотрены следующие модели оценки коэффициентов: оценки коэффициентов модели со случайными эффектами для инвестиционной политики российского ритейла, оценки коэффициентов моделей с фиксированными эффектами для инвестиционной политики российского ритейла (другое название – оценка коэффициентов моделей с детерминированным индивидуальным эффектом), сквозная регрессия.

С целью определения нормальности распределения зависимой переменной был проведен тест Шапиро-Уилка. Проведя данный тест, было доказано, что распределение зависимой переменной является ненормальным, что накладывает ограничения на проведение различных тестов и построение моделей.

Выдвинем ряд гипотез, которые в конечном результате будут либо подтверждены автором, либо отклонены.

H1: чистая прибыль компании оказывает положительное влияние на инвестиционную политику;

H2: активы компании оказывают положительное влияние на инвестиционную политику;

H3: чем больше у ритейлера торговых точек, тем больше совершается платежей по инвестиционным операциям;

H4: чем больше доля совокупного долга к совокупным активам у ритейлера, тем меньше инвестиционных платежей компания производит.

По результатам исследования модель сквозной регрессии имеет вид:

$$Y = -20,014,580 + 2.56 * \text{Net\_income}(***) + 841,120 * \log.\text{assets} (**) + 3,232,412 * \text{Debt} - 11,090 * \text{Liquidity}(**) - 31,615 * \text{Age} - 4,800,679 * \text{Online}(***) + 2,134,759 * \text{City} - 166,097 \quad (3)$$

*(Звездочки показывают уровень значимости коэффициента. Две звездочки означают пятипроцентный уровень значимости, три- однопроцентный уровень, одна- десятипроцентный уровень значимости.)*

Стоит заметить, что в модели сквозной регрессии есть как значимые, так и незначимые регрессоры. Такие регрессоры как Net\_income (чистая прибыль ритейлера), Online (наличие онлайн-магазина) можно назвать значимыми на однопроцентном уровне, ввиду того, что P-value меньше 0.01. Регрессоры log.assets (логарифм активов компании), Liquidity (коэффициент текущей ликвидности компании) можно назвать значимыми на пятипроцентном уровне, поскольку P-value меньше 0.05. Остальные регрессоры: Debt, Age, City, Country, Amount, Interest\_rate, GDP, Investments в данной модели нельзя назвать значимыми, ввиду того, что P-value больше 0.10.

Интерпретируя коэффициенты важно отметить следующее:

1) Значимый коэффициент перед регрессором Net\_income равен 2.563. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера увеличится или уменьшится чистая прибыль в отчете о прибылях и убытках на 1 тысячу рублей, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся или уменьшатся на 2 563 рублей, соответственно. Данная взаимосвязь может быть объяснена многообразием источников инвестирования. Для реализации инвестиционной деятельности компании могут использовать заемные средства, выплаты по которым будут снижать финансовые результаты деятельности.

2) Значимый коэффициент перед регрессором log.assets равен 841,120. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера происходит изменение активов (их логарифма) на 1%, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям изменятся на 8411.2 рублей.

3) Другой значимый коэффициент стоит перед регрессором Liquidity и составляет - 11,090.170. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера

увеличится коэффициент текущей ликвидности, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям могут в перспективе снизиться. В последующей модели с фиксированными эффектами будет получена обратная взаимосвязь, соответствующая принципам корпоративных финансов

4) Значимый коэффициент перед регрессором Online равен -4,800,679. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера есть онлайн-магазин, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям будут сокращаться. Возможно, это связано с тем, что интернет-магазин позволяет увеличить охват целевой аудитории без инвестиций в физические сбытовые активы (т. е. традиционные магазины).

Далее была построена регрессионная модель со случайными эффектами, которая имеет следующий вид:

$$Y=47,077,151(***)+1.035*Net\_income(***)+3,506,873*log.assets(***)+396,223*Debt - 4,776*Liquidity (4)$$

Такие регрессоры как Net\_income (чистая прибыль ритейлера), log.assets (логарифм активов), а также константу можно назвать значимыми на однопроцентном уровне, ввиду того, что их P-value меньше 0.01. Остальные регрессоры нельзя назвать значимыми, поскольку их P-value превышают 0.10. Таким образом, модель со случайными эффектами, как и модель сквозной регрессии показала значимость регрессоров Net\_income и log.assets.

Интерпретируя коэффициенты важно отметить следующее:

1) Значимый коэффициент перед регрессором Net\_income равен 1.035. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера увеличится или уменьшится чистая прибыль в отчете о прибылях и убытках на 1 тысячу рублей, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся или уменьшатся на 1035 рублей, соответственно. Как и в предыдущих моделях: в данном случае получено положительное влияние, но коэффициент модели ниже. В работе были проверены все три модели и выявлено, что модель с детерминированными эффектами более предпочтительна с целью анализа инвестиционной политики.

2) Значимый коэффициент перед регрессором log.assets равен 3,506,873. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера происходит изменение активов (их логарифма) на 1%, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся на 35068 тысяч рублей.

Согласно полученным данным, регрессионная модель с фиксированными эффектами имеет следующий вид:

$$Y= -0.321*Net\_income(**)+4,203,884*log.assets (***)-3,660,465*Debt+648* Liquidity(**) -31,615*Age -4,800,679*Online(**)+2,134,759*City -166,097$$

\* Country -36,178\*Interest\_rate -154 \*GDP-1.3\*Investment (5)

Регрессор Net\_income (чистая прибыль ритейлера), online (наличие онлайн-магазина), liquidity (коэффициент текущей ликвидности) можно назвать значимыми на пятипроцентном уровне, ввиду того, что P-value меньше 0.05. На однопроцентном уровне можно выделить значимость регрессора log.assets, так как что P-value меньше 0.01. Другие регрессоры нельзя назвать значимыми, поскольку их P-value превышают 0.10.

Интерпретируя коэффициенты модели с фиксированными эффектами важно отметить следующее:

1) Значимый коэффициент перед регрессором Net\_income равен -0.321. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера увеличится чистая прибыль в отчете о прибылях и убытках на 1 тысячу рублей, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям уменьшатся на 321 рубль, и наоборот.

2) Значимый коэффициент перед регрессором log.assets равен 4,203,884. Значение данного коэффициента означает, что если у ритейлера происходит изменение активов (их логарифма) на 1%, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся на 42038 тысяч.

Далее было проведено сравнение полученных моделей. Для анализа трех моделей, были проведены F-тест и тест Бреуша-Пагана. Ввиду того, что p-value слишком маленький (меньше критического уровня 0.05), то F-тест отвергает нулевую гипотезу о верности сквозной модели в пользу модели с фиксированными эффектами. Согласно тесту Бройдша-Гордфи, мы отвергаем нулевую гипотезу об отсутствии автокорреляции любого порядка, так как P-value меньше. Согласно тесту Песарана, мы отвергаем нулевую гипотезу, ввиду того, что P-value меньше 0.05. Принимается альтернативная гипотеза о наличии кросс-секционной зависимости.

Отметим, что в панельных данных модель очищается от возможной мультиколлинеарности, то есть исключается, что существует высокая корреляция между переменными.

По итогам построения модели с фиксированными эффектами и согласно полученным коэффициентам, итоговая регрессионная модель имеет вид:

$$\ln Y = 0.00001 * \text{Net\_income} (***) + 0.842 * \log.\text{assets} (***) - 0.235 * \text{Debt} - 0.00003 * \text{Liquidity} - 0.005 * \text{Age} - 0.083 * \text{Online} + 0.071 * \text{City} - 0.013 * \text{Country} + 0.00004 * \text{Amount} - 0.081 * \text{Interest\_rate} - 0.00003 * \text{GDP} - 0.00000 * \text{Investment} - 2.302. (6)$$

*(с целью приближения распределения к нормальному был использован логарифм платежей по инвестиционным операциям)*

Интерпретируя коэффициенты модели стоит отметить:

1) Значимый коэффициент перед регрессором  $Net\_income$  равен 0.00001. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера увеличится чистая прибыль в отчете о прибылях и убытках на 1 тысячу рублей, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся на 0,001%, или уменьшатся, соответственно.

2) Значимый коэффициент перед регрессором  $\log.assets$  равен 0.842. Значение данного коэффициента свидетельствует о том, что если у ритейлера увеличатся активы (их логарифм) на 1%, то это приведет к тому, что платежи по инвестиционным операциям увеличатся на 0.842%, или уменьшатся соответственно.

В итоговой модели используются двенадцать независимых переменных, оказывающие влияние на зависимую переменную. В начале практического исследования автором было выдвинуто четыре гипотезы. Стоит заметить, что первая и вторая гипотезы эконометрически подтверждены. Действительно, чистая прибыль и активы ритейлеров оказывают положительное значимое влияние на инвестиционную политику. Третья и четвертая гипотезы также подтверждены, но эконометрическая модель не показала их значимость. Количество торговых точек у ритейлера положительно влияют на инвестиционные операции. Что касается совокупного долга, то чем больше значение данного коэффициента, тем меньше инвестиционных операций происходит в компании.

Многие авторы за одну из независимых переменных в своих исследованиях брали именно выручку, а не чистую прибыль. В данном исследовании автором было доказано, что при формировании инвестиционной политики ритейлерам следует обращать внимание не только на выручку, но и на чистую прибыль. Более того, при планировании денежных потоков по инвестиционным операциям, стоит обратить внимание на активы компании, а также на коэффициент текущей ликвидности, который в одной из моделей показал свою значимость.

### **Заключение**

Все построенные модели показали значимость чистой прибыли ритейлера и его активов на однопроцентном или пятипроцентном уровне. Это означает, что мы с 99-процентной или 95-процентной уверенностью можем утверждать, что одними из факторов, которые определяют инвестиционную политику, являются именно чистая прибыль и активы. Таким образом, если чистая прибыль и активы увеличиваются, то вложения по инвестиционным операциям увеличиваются, то есть данные объясняющие переменные оказывают положительное решающее влияние на формирование инвестиционной политики компаний в сфере ритейла на территории Российской Федерации. Очевидно, что те компании, у которых чистая прибыль отрицательная, вовсе не вовлечены в инвестиционные проекты или вкладывают незначительные средства с целью достижения определенных инвестиционных программ.

Аналитикам компаний, для прогнозирования денежных потоков по инвестиционным операциям, стоит анализировать состояние их чистой прибыли и баланса компании (активы).

В любом случае, текущее исследование следует дополнять и развивать, например, включить еще и другие факторы, учитывающие особенности отрасли и конкретных компаний. Можно использовать долю частных торговых марок в продажах. Другой фактор, который можно включить – это бинарная переменная, показывающая, является ли ритейлер производственной компанией или нет. Данные факторы могут оказать влияние на инвестиционную политику, что, возможно, улучшит итоговую эконометрическую модель.

Также следует разбить выборку на сегменты, например, провести анализ компаний только FMCG-сферы, так как данный сегмент насчитывает более 650 компаний в сфере ритейла.

Итоговая модель может быть использована для оценки инвестиционной политики российских ритейлеров на основе их финансовых показателей бухгалтерской отчетности. Это представляет интерес для руководства компаний, инвесторов, а также для контрагентов.

#### Список литературы

1. Котляров И. Д. Формы ведения предпринимательской деятельности в виртуальном пространстве: попытка классификации . Экономическая наука современной России, 2011, № 2, С. 89-100.
2. Котляров И. Д. Тенденции эволюции электронной коммерции // Интернет-маркетинг. – 2012. – № 4. – С. 252-258.
3. Красюк И. А., Медведева Ю. Ю. Методологические подходы к инновационному развитию розничной торговли . Инновации, 2017, № 12, С. 105-112.
4. Красюк И. А., Мирзоева Д. Д. Роль торговли в системе товарного обращения. Российское предпринимательство, 2018, Т. 19, № 1, С. 245-256.
5. Соломатин А. Н., Морева С. А. Розничные цены на продукты питания в Российской Федерации: динамика и структура. Практический маркетинг, 2017, № 2-1, С. 87-93.
6. Сорокина М. В. Ритейл: структурные решения и управленческие технологии в условиях неопределенности. Финансы и бизнес, 2017, № 1, С. 82-93.
7. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Исследование факторов, влияющих на инвестиционную деятельность компаний. Журнал «Корпоративные финансы», 2011, №3 (19), С. 5 – 18.
8. Ajide F. Firm-specific, and institutional determinants of corporate investments in Nigeria. Future Business Journal, 2017, Vol. 3, pp. 107 – 118.

9. Gordon L., Iyengar J. Return on Investment and Corporate Capital Expenditures: Empirical Evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1996, Vol.15, pp. 305 – 325.
10. Griner H., Gordon A. Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditures: a test of the pecking order and managerial hypothesis. *Journal of Business Finance*, 1995, Vol. 22, pp. 179 – 199.
11. Hobdari B., Jones D., Mygind N. Capital investment and determinants of financial constraints in Estonia. *Economic Systems*, 2009, Vol. 33, pp. 344-359
12. Panfilov V. S., Chernovolov M. P. The Condition and Trends of the Modern Retail Market System in Russia: Macroeconomic and Financial Aspects. *Studies on Russian Economic Development*, 2007, Vol. 18, No. 4, pp. 417–427.
13. PricewaterhouseCoopers [Электронный ресурс]: Исследование российского рынка розничной торговли. URL: <http://miptstream.ru/wp-content/uploads/2017/05/Riteyl-segodnya-i-zavtra.pdf> (Дата обращения: 01.12.2017)
14. Исследования. Рынок гипермаркетов FMCG России. Итоги 2012 г. Прогноз до 2015. URL: <http://infoline.spb.ru/upload/iblock/cd2/cd254030067f9dcb2abaa0e96edeb29b.pdf> (Дата обращения: 01.03.2018)
15. Каким будет ритейл до конца 2017 года: 12 прогнозов. URL: <https://rb.ru/story/retail-2017/>(Дата обращения: 24.04.2018)
16. INFOLine о развитии ритейл и итогах 2016 года в рамках «ПРОДЭКСПО-2017» URL: <http://infoline.spb.ru/news/?news=152899> (Дата обращения: 02.05.2018)
17. Крупнейшие торговые сети по объему выручки в 2016 году. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3318475> (Дата обращения: 03.05.2018)
18. Итоги 2016 года: кризис и консолидация российского ритейла. URL: <http://www.interfax.ru/business/543490>(Дата обращения: 20.04.2018)
19. Рейтинг DIY Retail Russia Top. URL: <http://diytop.ru/>(Дата обращения: 02.05.2018)
20. Информационный ресурс СПАРК. URL: <http://www.spark-interfax.ru/ru> (Дата обращения: 05.05.2018)
21. Федеральная служба государственной статистики. URL: <http://www.gks.ru/>. Дата обращения (02.03.2018)

### References

1. Kotlyarov I.D. Formy vedeniya predprinimatel'skoy deyatelnosti v virtual'nom prostranstve: попытка klassifikatsii [Forms of doing business in virtual space: an attempt to classify]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoy Rossii* [Economic science of modern Russia], 2011, No. , pp. 89-100. (In Russian)

2. Kotlyarov I.D. Tendentsii evolyutsii elektronnoy kommertsii [Tendencies of the evolution of electronic commerce] . Internet marketing [Internet marketing], 2012, No. 4, pp. 252-258. (In Russian)
3. Krasnyuk I. A, Medvedeva Yu. Yu. Metodologicheskiye podkhody k innovatsionnomu razvitiyu roznichnoy trgovli [Methodological approaches to the innovative development of retail trade]. Innovatsii [Innovations], 2017, No. 12, pp.105-112. (In Russian)
4. Krasnyuk I.A, Mirzoyeva D.D. Rol' trgovli v sisteme tovarnogo obrashcheniya [The role of trade in the system of commodity circulation] . Rossiyskoye predprinimatel'stvo [Russian Entrepreneurship], 2018, No. 19(1), pp. 245-256.
5. Solomatin A.N., Moreva S.A. Roznichnyye tseny na produkty pitaniya v Rossiyskoy Federatsii: dinamika i struktura [Retail prices for food products in the Russian Federation: dynamics and structure]. Prakticheskiy marketing [Practical marketing], 2017, No. 2-1, pp. 87-93. (In Russian)
6. Sorokina M.V. Riteyl: strukturnyye resheniya i upravlencheskiye tekhnologii v usloviyakh neopredelennosti [Retail: Structural Solutions and Management Technologies in Conditions of Uncertainty] . Finansy i biznes [Finance and Business], 2017, No. 1, pp. 82-93. (In Russian)
7. Cherkasova V.A, Teplova O.Yu. Issledovaniye faktorov, vliyayushchikh na investitsionnuyu deyatel'nost' kompaniy [Investigation of the factors influencing the investment activity of companies] . Zhurnal «Korporativnyye finansy» [Journal of Corporate Finance], 2011, № 3 (19), pp. 5 - 18. (In Russian)
8. Ajide F. Firm-specific, and institutional determinants of corporate investments in Nigeria. Future Business Journal, 2017, Vol. 3, pp. 107 – 118.
9. Gordon L., Iyengar J. Return on Investment and Corporate Capital Expenditures: Empirical Evidence. Journal of Accounting and Public Policy, 1996, Vol.15, pp. 305 – 325.
10. Griner H., Gordon A. Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditures: a test of the pecking order and managerial hypothesis. Journal of Business Finance, 1995, Vol. 22, pp. 179 – 199.
11. Hobdari B., Jones D., Mygind N. Capital investment and determinants of financial constraints in Estonia. Economic Systems, 2009, Vol. 33, pp. 344-359
12. Panfilov V. S., Chernovolov M. P. The Condition and Trends of the Modern Retail Market System in Russia: Macroeconomic and Financial Aspects. Studies on Russian Economic Development, 2007, Vol. 18, No. 4, pp. 417–427.

13. PricewaterhouseCoopers [Электронный ресурс]: Исследование российского рынка розничной торговли. URL: <http://miptstream.ru/wp-content/uploads/2017/05/Riteyl-segodnya-i-zavtra.pdf> (Дата обращения: 01.12.2017)
14. Issledovaniya. Rynok gipermarketov FMCG Rossii. Itogi 2012 g. Prognoz do 2015. [Research. The market of FMCG hypermarkets in Russia. Results of 2012. Forecast till 2015]URL: <http://infoline.spb.ru/upload/iblock/cd2/cd254030067f9dcb2abaa0e96edeb29b.pdf> (assessed: 01.03.2018)
15. Kakim budet riteyl do kontsa 2017 goda: 12 prognozov.[ What will be retail until the end of 2017: 12 forecasts] URL: <https://rb.ru/story/retail-2017/>(assessed: 24.04.2018)
16. INFOLine o razvitii riteyl i itogakh 2016 goda v ramkakh «PRODEKSPO-2017» [INFOLine on the development of retail and the results of 2016 in the framework of PRODEXPO-2017] URL: <http://infoline.spb.ru/news/?news=152899> (assessed: 02.05.2018)
17. Krupneyshiyeh trgovyyeh seti po ob'yemu vyruchki v 2016 godu. [The largest retail chains in terms of revenue in 2016] URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3318475> (assessed: 03.05.2018)
18. Itogi 2016 goda: krizis i konsolidatsiya rossiyskogo riteyla. [Results of 2016: the crisis and the consolidation of Russian retail]. URL: <http://www.interfax.ru/business/543490>(Дата обращения: 20.04.2018)
19. Reyting DIY Retail Russia Top. [Rating DIY Retail Russia Top]. URL: <http://diytop.ru/>(assessed: 02.05.2018)
20. Informatsionnyy resurs SPARK. [Information resource SPARK]. URL: <http://www.spark-interfax.ru/ru> (assessed: 05.05.2018)
21. Federal'naya sluzhba gosudarstvennoy statistiki. [Federal Service of State Statistics]. URL: <http://www.gks.ru/>. (assessed : 02.03.2018)