

В.С. Панфилов, М.П. Черноволов

СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОЙ СИСТЕМЫ РОЗНИЧНОГО РЫНКА В РОССИИ: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ И ФИНАНСОВЫЙ АСПЕКТЫ

В статье исследуются основные тенденции развития розничного рынка в России. С учетом зарубежного опыта характеризуется место и роль розничных торговых сетей в современной экономике. На основе разработанного подхода формируются количественные оценки основных финансовых показателей развития торговли и предпринята попытка оценить макроэкономический эффект развития розничных торговых сетей.

Торговля – отрасль народного хозяйства, выполняющая функции обращения товаров и обеспечивающая продвижение последних из сферы производства в сферу потребления. Как форма обмена торговля является промежуточным звеном между производством и обусловленным им распределением, с одной стороны, и потреблением – с другой. Вместе с тем она представляет собой особую фазу процесса воспроизводства. Это устоявшееся представление о торговле во все меньшей степени отражает ее роль и место в наиболее современных формах экономических процессов. Достаточно обратить внимание на то, что и по величине добавленной стоимости, и по числу занятых торговля в наиболее развитых странах многократно превосходит сельское, лесное хозяйство и рыболовство, в разы строительство и сопоставима с промышленностью. Например, величина добавленной стоимости составляет в Германии в торговле 17,5% ВВП, в сельском, лесном хозяйстве и рыболовстве – 6, в строительстве – 5,5, в промышленности – 24, в США в торговле – 13,5, в сельском, лесном хозяйстве и рыболовстве – 1,6, в строительстве – 5,0, в промышленности – 17,9%¹.

Принципиальные изменения произошли и во взаимоотношениях с производителями и потребителями продукции. Такие их формы, как разовые контракты, прием на комиссию или реализацию, вытесняются долгосрочным сотрудничеством, обеспечивающим гарантии качества, надежность поставок и ориентацию не только на текущий, но и на перспективный спрос. В отношениях с потребителями первоочередными становятся изучение и формирование их предпочтений, а также поощрение сотрудничества на постоянной основе (различного рода дисконтные карты и подарки постоянным клиентам). В результате возникает кардинальное отличие товара, который продвигает на рынок производитель, от товара, поступающего в современную торговую сеть. Последний измерен, взвешен, упакован, легитимен, признан годным к продаже и соответственно имеет иную потребительскую ценность. В целом торговля в ее наиболее развитой форме трансформируется из посреднической сферы между производителями и потребителями в производящую сферу, которую можно назвать сферой конечного передела. Естественно, в торговле сохраняются традиционные, исторически сложившиеся формы вплоть до нелегальной уличной торговли. Вместе с тем именно высокотехнологичные и информационно насыщенные виды торговли (торговые сети и

¹ Данные по состоянию на 2002 г. [1].

интернет-торговля) определяют уровень развития не только отрасли, но и экономики страны в целом.

Торговля как отрасль представляет собой совокупность предприятий, среди которых можно выделить два основных сегмента – предприятия оптовой торговли и розничной. Первые являются по сути посредниками между производителями и сектором розничной торговли. Контрагентами для оптовых компаний практически во всех случаях выступают юридические лица – розничные или оптовые компании, либо частные предприниматели. Розничная торговля по сути представляет собой потребительский рынок. Покупатели и конечные потребители товаров предприятий розничной торговли – физические лица.

В классическом определении оптовая и розничная торговля характеризуется различными объемами продаж покупателям. Соответственно оптовая торговля оперирует поставками крупных партий товара, розничная – продажей его более мелких партий или единиц. Помимо этого свойства, которое не всегда свидетельствует о принадлежности предприятия тому или иному сектору торговли, можно выделить такой признак розничной торговли, как продажа товара конечному потребителю через специализированные торговые точки (point of sale). Такими торговыми точками могут быть как магазины и супермаркеты, так и рынки, палатки, ларьки. Предприятия оптовой торговли, напротив, обычно не имеют собственных торговых точек и производят продажу товара непосредственно со своих (или арендованных) складских помещений.

Ряд существующих форматов розничной торговли может быть организован в рамках торговой сети. Розничные торговые сети (РТС) в классическом определении – это форма розничной торговли, основной отличительной чертой которой является наличие у торговой организации нескольких точек продаж. Так, в торговую сеть могут быть объединены ларьки, специализированные магазины, магазины, работающие под торговой маркой производителя, магазины мелкооптовой торговли, супер-, гипермаркеты, автодилеры, а также автозаправочные станции. Ряд торговых центров, использующих единую торговую марку и имеющих единую систему управления, например МЕГА, также могут быть организованы в виде сети. Это не исключает существования индивидуальных магазинов, рынков, а также частных предпринимателей-лоточников. В настоящее время торговые сети занимают значительную долю рынка в структуре торгового оборота России. Таким образом, можно резюмировать, что сетевая торговля является неотъемлемой составной частью современного потребительского рынка и всей российской экономики.

Развитие формата РТС оказывает большее влияние на розничный бизнес и экономику России в целом, чем простое увеличение числа магазинов или рост объема продаж. Одна из самых значимых черт развития РТС – акцент на низкие цены реализации. В результате действия этого конкурентного ценового преимущества выигрыш получают не только покупатели товаров в торговой сети, но и клиенты других форм розничной торговли. Так, в 2003 г. средний темп роста цен на товары в российских магазинах сети Metro Cash & Carry составил около 7%, в то время как индекс потребительских цен вырос на 10,2% для продовольственных и 9,2% для непродовольственных товаров².

Текущее состояние российского потребительского сектора. По данным Федеральной службы государственной статистики, в сфере розничной и оптовой торговли в России в 2005 г. было занято 16,7% общей численности занятых в экономике, т. е. по этому показателю торговля уступает только обрабатывающим

² Более подробно история, специфика и факторы развития РТС в России и за рубежом описаны в работе [2].

отраслям. Доля розничной и оптовой торговли, составившая около 21% в общем объеме ВВП в текущих ценах, оказалась самой высокой среди отраслей народного хозяйства. В сопоставлении с аналогичными показателями в других странах эта доля значительна (рис. 1). Однако заметим, что в оптовую торговлю по классификации Росстата включается также внешняя торговля.

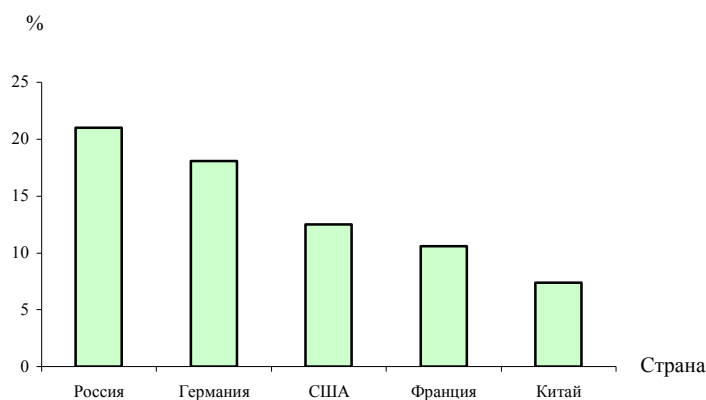


Рис. 1. Доля розничной и оптовой торговли в структуре ВВП в 2005 г. (в текущих ценах)

Среднегодовая численность работников розничной торговли в 2005 г. превысила 4 млн. чел., а число индивидуальных предпринимателей составило немногим менее 1,5 млн. (см. [3]). Поскольку количество компаний и число предпринимателей в отрасли достаточно велики, а барьеры для входа на рынок сравнительно низки, то уровень конкуренции в отрасли достаточно высокий. Инвестиции в основной капитал предприятий розничной и оптовой торговли, по данным Росстата, составили около 137,8 млрд. руб. Однако по ряду причин эта оценка требует существенной корректировки. Например, объем прямых иностранных инвестиций в розничную торговлю в 2005 г. составил около 20 млрд. руб. При этом доля иностранных компаний на рынке равна в настоящее время около 2-3%. С использованием модели (см. ниже) авторами была получена оценка объемов инвестиций в розничную торговлю в 213 млрд. руб., что согласуется с результатами независимых исследователей (см., например, [4]).

В настоящее время темпы роста российского потребительского сектора – одни из самых высоких в мире. По темпам роста розничного оборота Россия превосходит не только Японию и Западную Европу (рынки которых в данный момент находятся в состоянии депрессии), а также США и Великобританию (имеющих стабильные рынки), но и такие страны, как Китай и Индия (рис. 2) [5]. Аналитики считают, что эта тенденция продолжится в обозримом будущем, и ставят Россию на первое место по потенциалу роста и динамике развития.

Розничный сектор в России относится к наиболее перспективным секторам экономики. Уже сейчас российский рынок находится на шестом месте в Европе. Оборот розничной торговли в России в 2005 г. составил, по данным Федеральной службы государственной статистики, 6934 млрд. руб. (245 млрд. долл. – в пересчете по среднему курсу ЦБ РФ), что в физическом объеме на 12% больше, чем в предыдущем году (рис. 3) [3]. Эти цифры отражают стремительное развитие российских РТС. За последние шесть лет емкость рынка практически удвоилась, а средний темп роста физического объема реализации превысил 10%.

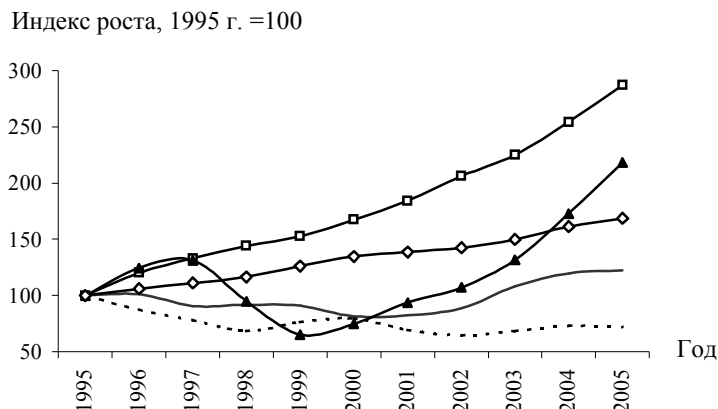


Рис. 2. Динамика розничных продаж в странах мира:
 -▲- Россия; -◇- США; -□- Китай; — Евросоюз; --- Япония

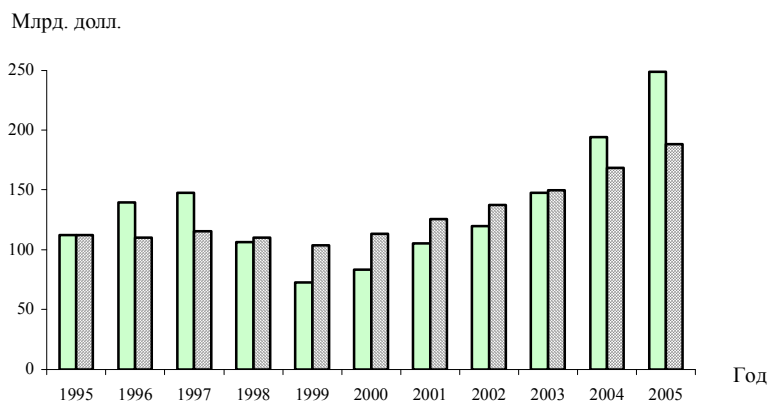


Рис. 3. Оборот розничной торговли (■) и индекс физического объема (■)

Доля непродовольственных товаров в общем объеме реализации на протяжении последних лет достаточно стабильна – в 2005 г. она составила 54%.

Структура потребления продовольственных товаров остается относительно постоянной на протяжении последних десяти лет, но можно отметить ее некоторые основные тенденции. Так, наблюдается устойчивое увеличение доли потребления пива и алкогольных напитков с 8,3% в 1995 г. до 10,2% в 2004 г., что тем не менее значительно ниже среднего уровня в бывшем СССР (17-19%). Потребление хлеба и хлебобулочных изделий за тот же период сократилось с 4 до 2,8%, а потребление сыров увеличилось с 1 до 1,7%. Потребление муки, крупы, макаронных изделий, сахара и яиц сократилось на 1,4 проц. п. Также несколько снизилось потребление кондитерских изделий, фруктов и овощей. В структуре потребления растет доля более дорогих товаров по отношению к более дешевым, что свидетельствует о росте реальных доходов за последние 10 лет.

В структуре потребления непродовольственных товаров заметен рост доли затрат на автомобили и бензин. С 1995 по 2004 г. эти затраты выросли с 8,1 до 11,3%. Увеличилась с 1,3 до 3,1% доля расходов на медикаменты, что, в частности, вызвано изменениями в системе здравоохранения и практически исчезновением

бесплатных лекарств. Значимо снижается доля потребления табачных изделий, наблюдается тенденция к сокращению доли расходов на одежду и обувь. Общая доля товаров длительного пользования практически не изменилась.

Помимо количественного роста в сфере розничной торговли происходят достаточно активные качественные процессы. С 2000 г., несмотря на рост числа рынков и увеличение количественных показателей выручки, их доля в общем объеме розничного товарооборота сократилась с 26,2 до 21%. Все большую долю в объеме продаж занимают РТС, которые предлагают низкие цены, лучший ассортимент товаров, а также качественное обслуживание покупателей. Рынки в большей степени концентрируются на торговле контрафактной продукцией, продукцией более низкого качества, а также товарами и продуктами от мелких и частных производителей, которые не имеют возможности реализовать свою продукцию через торговые сети и магазины. Согласно авторской оценке, в структуре предприятий розничного сектора в 2005 г. примерно 15% общего оборота розничной торговли приходилось на РТС (рис. 4) [6].

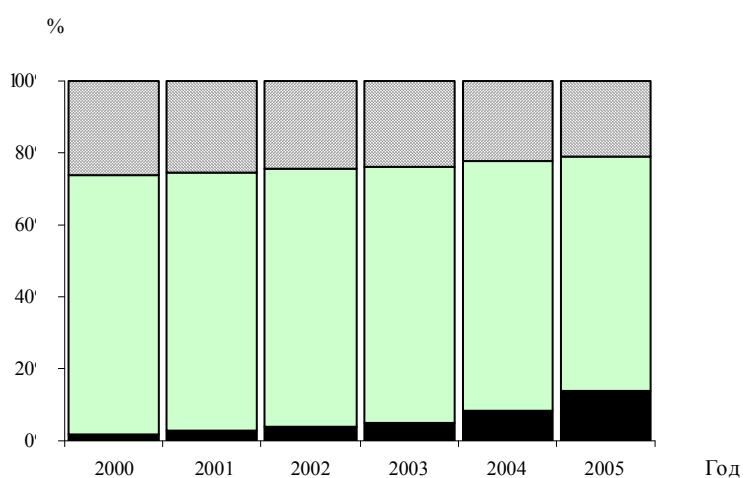


Рис. 4. Структура предприятий сферы розничной торговли.

■ розничные сети (оценка), доля; ■ рынки, доля; □ прочие предприятия, доля

Качественным итогом последних лет является также развитие процессов концентрации и консолидации предприятий в розничной сфере. Если в 2003 г. в стране не было ни одной розничной сети с выручкой более 1 млрд. долл., то в 2004 г. в России насчитывались четыре таких компании, а в 2005 г. – уже девять. При этом доля компаний, вошедших в первую десятку, в общем объеме реализации составила 7,5%, в то время как в 2004 г. она была на уровне 5,6%, а в 2003 г. не превышала 3,4%. Продажи 20-ти крупнейших розничных сетей составили 10,7% общего товарооборота по сравнению с 7,8% в 2004 г. и 5,9% в 2003 г. Таким образом, за последние два года концентрация предприятий в сфере РТС возросла приблизительно вдвое.

Крупнейшие компании растут быстрее рынка, что обусловлено как ростом инвестиций в новые торговые точки и повышением эффективности продаж, так и процессами слияний и поглощений. Выручка первых десяти компаний за последний год возросла на 70%, а за последние два года рост составил более 215%. Первые 20 компаний за 2005 г. увеличили свою выручку на 65%, а за 2006-2007 гг.

– в 3 раза. Например, компания Эльдорадо (лидер по продажам в 2005 г.) за два года увеличила объем реализации более чем в 2,5 раза (табл. 1) [7].

Таблица 1

Объем реализации крупнейших РТС на российском рынке, млн. долл.

№ пп	Компания	Формат	Объем реализации		
			2003 г.	2004 г.	2005 г.
1	Эльдорадо	Бытовая техника	1300	2471	3500
2	Евросеть	Мобильная связь	321	968	2574
3	Рольф	Автодиллинг	544	1084	2292
4	Пятерочка	Продовольствие	933	1106	2084
5	Metro Group	Cash & Carry	638	1169	1925
6	Тандер (Магнит)	Продовольствие	492	997	1500
7	М.Видео	Бытовая техника	573	962	1300
8	Auchan	Гипермаркеты	354	836	1100
9	Перекресток	Продовольствие	343	660	1027
10	Связной	Мобильная связь	308	663	980

Текущие тенденции развития розничной торговли в России. Последние несколько лет РТС в сотрудничестве с банковской сферой активно развивает институт потребительского кредитования. Это позволяет розничным компаниям значительно увеличивать объемы продаж. В свою очередь банки получают возможность расширить спрос на свои услуги со стороны физических лиц и диверсифицировать свой кредитный портфель. Система потребительского кредитования – одно из слагаемых торгового бума последних лет. В частности, успехи сетей бытовой электроники и особенно рынка импортных автомобилей связывают именно с появлением относительно доступного потребительского кредита. Потребительское кредитование в основном ассоциируется с более дорогими непродовольственными товарами: бытовой техникой и электроникой, мобильными телефонами, мебелью, а также автодилерами. Однако поскольку потребительский кредит, по сути, позволяет увеличить текущее потребление при неизменных доходах, то потребитель может в равной степени увеличить сумму расходов на другие группы товаров. Таким образом, потребительское кредитование косвенно поддерживает даже те форматы розничной торговли, в которых эта услуга не развивается или не востребована.

Значимой тенденцией российского розничного рынка последних лет является также развитие системы франчайзинга. Среди компаний, использующих франшизу, – крупнейшие торговые сети – «Пятерочка» и «Копейка», а также такие средние по величине фирмы, как «Ароматный Мир» или «Эконика». Франшизу в России используют и западные компании. Система розничной торговли, построенная на договоре франчайзинга, имеет много преимуществ и для владельца торговой марки, и для покупателя франшизы. Для компаний, которые ведут активную экспансию, – это возможность быстро закрепиться на региональном рынке без больших первоначальных затрат и потерь времени, значительно увеличить объем реализации, продажу собственных торговых марок, повысить привлекательность своего бренда для покупателей. Покупатель франшизы, помимо узнаваемого бренда, получает доступ к технологиям, которые использует владелец торговой марки, экономит на рекламе, пользуется преимуществами развитой логистической сети. Крупные «игроки», зачастую приобретают бизнес франчайзи, который к этому времени в большой степени интегрирован в систему торговой сети. В результате компании экономят на издержках ребрендинга, переоборудования торговых площадей, логистике и других затратах. Тем не менее, как показывает практика, существует риск, что, затратив

значительное время и средства на развитие франчайзинговой сети, компания в конечном счете может остаться в проигрыше. Так, в конце 2005 г. крупнейшая фирма, работающая по франшизе торгового дома «Копейка», – компания Сеть Розничной Торговли – была куплена Пятерочкой.

Практически четверть всех розничных продаж в России приходится на Москву, поэтому концентрация сетей на московском рынке в настоящее время достаточно высока, и большинство столичных розничных сетей либо начали, либо планируют экспансию в регионы. Из компаний первой десятки только сеть «Auchan» не имеет магазинов за пределами Московской области. Возросшая конкуренция на столичном рынке, ограниченность и высокая стоимость земли и арендных ставок вынуждают компании обратить внимание на возможности развития в других российских городах. Крупные сети в свою очередь стараются использовать конкурентные преимущества в борьбе за рыночную долю в региональной торговле, чтобы закрепиться на местном рынке, пока уровень конкуренции недостаточно высок, особенно с учетом того, что планы выхода на российский рынок имеются у нескольких крупных глобальных РТС.

Несмотря на рост конкуренции на российском рынке, он является одним из наиболее привлекательных для крупных глобальных розничных сетей из-за высоких темпов роста и большого потенциала. По сравнению со странами Европы и США показатели торговых площадей на человека в России очень низки. Уровень концентрации в сфере розничной торговли, несмотря на достаточно уверенный рост, все еще очень невысок. Розничный рынок в Западной Европе в настоящее время находится в состоянии стагнации. Прибыли крупнейших розничных сетей падают вследствие действия жесткой конкуренции и роста издержек. За последнее десятилетие темп роста розничного рынка в странах Евросоюза более чем вдвое уступал аналогичному показателю в США. В результате, многие западноевропейские розничные сети в лице крупных компаний, столкнувшись с неблагоприятной конъюнктурой на локальном рынке, предприняли выход на развивающиеся рынки, в том числе и российский. В настоящее время на нем присутствуют такие компании, как Metro Group, Auchan, IKEA, SPAR, AVA, Stockmann, Intindex и др. Однако потенциальный риск российского рынка (коррупция, административные барьеры, политическая нестабильность и др.) для многих крупных глобальных сетей является сдерживающим фактором, перевешивающим его преимущества. Среди компаний, которые до сих пор не определились с решением о выходе на российский рынок, такие лидеры розничного рынка, как американская Wal-Mart, французская Carrefour и британская Tesco.

Слияния и поглощения в сфере розничной торговли. За 2005 г. было совершено примерно 40 сделок с активами сферы розничной торговли с участием российских компаний. Общий объем сделок по слиянию и поглощению и прямой продажи активов составил около 1 млрд. долл. Наибольший объем и количество сделок приходятся на продовольственные сети и компаний продавцов мобильной связи (рис. 5).

Можно также отметить интерес российских компаний к рынкам СНГ. Украина, наряду с российскими регионами, становится объектом пристального внимания крупных российских компаний, поскольку высокие риски и невысокая покупательная способность препятствуют массовому приходу на этот рынок западных потребителей. Кроме того, для Украины характерны очень высокие темпы роста розничного рынка при сравнительно невысокой стоимости активов.

Можно предположить, что покупатели активов рассчитывают на увеличение объемов продаж, а также присутствие синергии, получаемой инициаторами сделки в результате интеграции. Средние оценочные коэффициенты по сделкам в 2005 г. и операционные показатели приобретаемых активов значительно уступают показателям

крупнейших компаний на рынке. Скидка, которая в ряде случаев превышает 50%, отражает более высокие риски, более низкую эффективность и неясные перспективы приобретаемого актива. Как показывает анализ, целью приобретения в основном становились сети, имеющие более низкие показатели EV/Sales (отношение стоимости бизнеса к объему продаж), EV/кв. м (стоимость бизнеса в расчете на квадратный метр) и продаж на единицу торговой площади по сравнению с компаниями-покупателями.

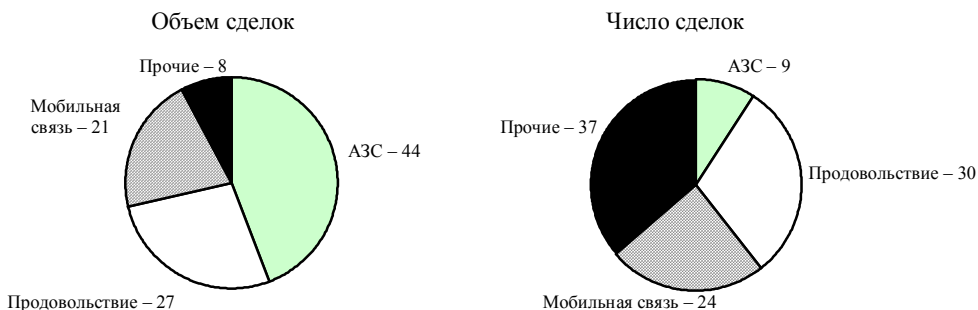


Рис. 5. Формат компаний, которые являлись объектом сделок в 2005 г., %

Сравнительные оценки компаний розничной торговли в 2005 г. показали следующие результаты:

	EV/Sales	EV/кв. м	Продажи на 1 кв. м
Крупнейшие розничные компании	1,2	9664	7968
Приобретаемые компании	0,6	2277	3226

Макроэкономические эффекты развития современных форматов.

Достаточно трудно однозначно определить для розничного сектора и экономики страны общий количественный эффект развития современных форматов в розничном секторе – в основном это относится к сфере сетевой торговли. Однако можно говорить о качественном эффекте деятельности торговых сетей в России. Первым и, возможно, одним из основных результатов появления сетей в России является возможность конечного потребителя косвенно влиять на качество и ассортимент приобретаемых товаров. Появление сетей привело к выравниванию соотношения позиций между розничной торговлей и производителями товаров. Усиление конкуренции в современных условиях по сравнению с ситуацией, когда в России существовали только индивидуальные магазины, привело к качественному росту уровня розничной торговли и умению своевременно реагировать на изменение предпочтений и вкусов потребителей.

С ростом объема реализации сети могут эффективно снижать операционные издержки, а также издержки финансирования, и следовательно, улучшать показатели рентабельности, снижать цены и повышать качество своей работы вследствие эффекта масштаба. Приведенный ранее сопоставительный анализ показателей оценки крупнейших розничных компаний и розничных сетей, ставших объектом приобретения, показывает, что эти сети оцениваются рынком по-разному. Крупнейшие из них, имеющие более эффективную структуру управления, использующие современные технологии торговли, преимущества своего бренда, предусматривающие меньший риск и лучшие перспективы дальнейшего развития, оцениваются инвесторами на порядок выше небольших

сетей. Примечательно, что более крупные сети имеют более высокие показатели продаж в расчете на квадратный метр торговой площади. Этот показатель является общепринятым при определении эффективности работы предприятий розничной торговли. На рис. 6 приведены показатели первых 60-ти компаний по объему продаж на квадратный метр.

Выручка, тыс. долл./год

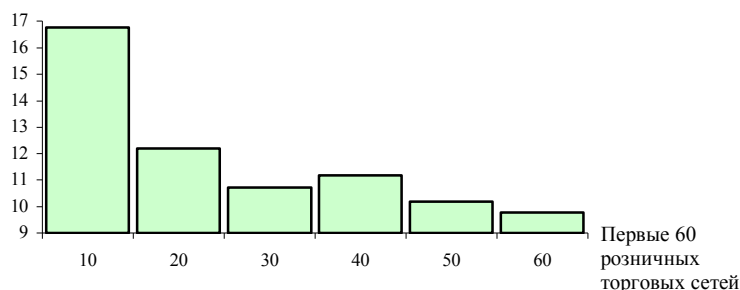


Рис. 6. Эффективность работы розничных сетей по показателю продаж на квадратный метр

Динамика отражает рост эффективности РТС с ростом объемов реализации. В то время как объем продаж на квадратный метр торговой площади первых 60-ти компаний составляет около 12 тыс. долл., выручка первых 10-ти розничных сетей достигает 17 тыс. долл. Однако следует принять во внимание, что хотя крупнейшие торговые сети реализуют преимущества расположения своих торговых площадей и соответственно имеют более высокие показатели, их издержки на аренду и покупку недвижимости будут выше. Тем не менее при прочих равных условиях статистика свидетельствует о тенденции повышения операционной эффективности при росте торговой сети.

Таким образом, снижая издержки, торговые сети увеличивают преимущества как для собственников капитала, которые получают выгоды от увеличения стоимости активов, так и для потребителей. Потребители получают выигрыш вследствие расширения возможностей выбора из большего набора товаров и использования потребительского кредита – снижается информационная асимметрия. Снижение цен положительно влияет на бюджетное ограничение и величину потребительского излишка, увеличивая реальные доходы покупателей.

Структурный прогноз отрасли розничной торговли на среднесрочную перспективу, выполненный авторами в работе [8], подтверждает результаты исследований последних лет, согласно которым доля розничных сетей в розничном товарообороте неуклонно растет (рис. 7). Этот показатель может служить обобщающей характеристикой уровня социально-экономического и технологического развития страны.

%

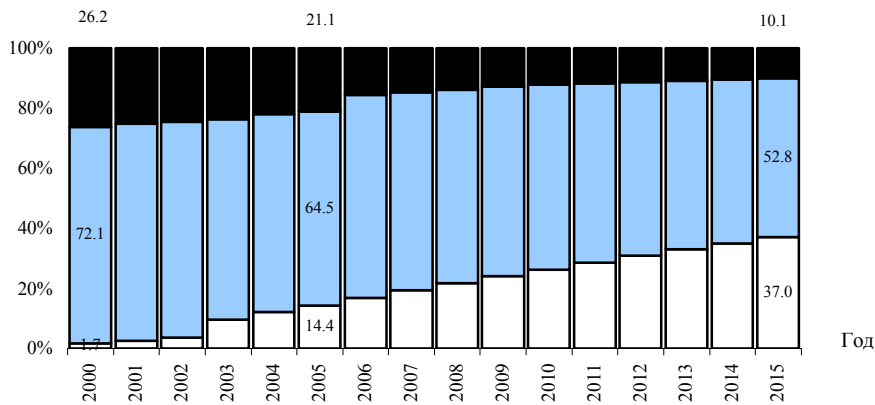


Рис. 7. Прогноз структурных изменений в сфере розничной торговли:

□ доля розничных сетей; ■ доля рынков; ■ доля прочих предприятий

Общие вопросы финансирования предприятий розничной торговли.

Источники финансирования деятельности предприятий розничной торговли, как и других отраслей, можно разделить на две основные группы: собственные средства предприятий и привлеченные. Практически все предприятия розничной торговли в той или иной степени используют оба источника финансирования. Тем не менее объем и структура финансирования предприятий отрасли обусловлены многими факторами: размером предприятия, динамикой роста, историей развития и др.

Специфика розничной торговли состоит в активном использовании коммерческого кредита для финансирования текущей операционной деятельности, торговых запасов, а также других элементов оборотных активов. Многие успешно функционирующие розничные предприятия имеют отрицательные показатели оборотного капитала, под которым понимается разность между текущими операционными активами и обязательствами без учета займов и кредитов. Например, за последние три года средние балансовые показатели оборотного капитала таких крупных продовольственных розничных сетей в России, как «Пятерочка» и «Перекресток», составили соответственно -3% и -2% объема годовой выручки [9]. Зарубежные компании также используют коммерческий кредит в качестве одного из источников финансирования. Так, крупнейшая в мире по объему продаж розничная компания Wal-Mart имеет уровень текущей ликвидности (отношение текущих активов к текущим обязательствам) около 0,85, что является очень низким показателем. Для сравнения: аналогичный показатель мировой розничной торговли в целом равен примерно 1,2, а компании, входящие в индекс «S&P 500» - 1,8 [10]. Доля кредиторской задолженности крупных российских розничных сетей составляет около 15-16% выручки, причем за последние три года с ростом объемов реализации эта доля имела тенденцию к росту (13-14% в 2003 г.). Таким образом, привлеченные в качестве коммерческого кредита средства розничных сетей соответствуют оборачиваемости задолженности на уровне двух месяцев. С увеличением объемов выручки розничные сети получают больше возможностей для получения отсрочки платежа по приобретенным товарам и могут таким образом решать задачи обеспечения текущей ликвидности. Поскольку небольшие предприятия имеют более высокие показатели оборачиваемости, в целом по отрасли этот показатель несколько ниже и, по экспертной оценке авторов, составляет около месяца, что соответствует 8-процентной доле в выручке. В текущий момент превалирует тенденция увеличения доли розничных торговых сетей в структуре отрасли, поэтому можно предполагать, что в среднесрочной перспективе отраслевые

показатели оборачиваемости кредиторской задолженности будут снижаться. Соответственно доля привлеченных в форме коммерческого кредита средств будет расти.

Розничные компании используют и краткосрочные банковские кредиты, часто в форме кредитных линий, особенно, если коммерческий кредит не покрывает полностью потребности предприятий в оборотном капитале, а также для обеспечения необходимого уровня текущей ликвидности. Предприятия розничной торговли используют долгосрочные займы в виде банковских кредитов или облигаций в основном для финансирования проектов, связанных с развитием и ростом (модернизация, строительство и приобретение площадей, покупка других розничных предприятий), если имеющихся собственных финансовых ресурсов недостаточно. По данным ЦБ, общий объем привлеченных займов и кредитов на конец 2005 г. составил 4104 млрд. руб. Согласно авторской оценке (официальные данные об объемах займов и кредитов, выданных предприятиям розничной торговли, отсутствуют), объем привлеченных займов и кредитов составляет 455 млрд. руб., или более 11% общего объема выданных займов и кредитов по банковской системе.

Финансирование на открытом рынке. Сложившаяся система финансирования текущей деятельности, согласно которой российские предприятия розничной торговли используют в основном собственные средства, коммерческий кредит, а также краткосрочные банковские кредиты, принципиально неспособна обеспечить долгосрочного развития. Такое развитие предполагает получение крупных долгосрочных банковских кредитов или финансирование на открытом рынке, прежде всего в форме выпуска облигаций и открытого размещения акций. Выпуск финансовых инструментов на открытом рынке имеет и преимущества, и недостатки, которые распространяются, в том числе, и на предприятия розничной торговли.

Выпуск облигаций является для предприятий прямой альтернативой банковскому кредиту. Последний предоставляет предприятиям меньше свободы в определении политики привлечения финансирования, поскольку банки как крупные инвесторы посредством кредитных соглашений во многом ограничивают возможности предприятий. В свою очередь выпуск облигаций на открытом рынке требует значительных затрат на размещение и предъявляет определенные требования к раскрытию информации для инвесторов. Это практически исключает для небольших предприятий возможность выпуска облигаций, поскольку затраты на размещение оказываются выше получаемых преимуществ. Кроме того, для небольших предприятий выпуск облигационных займов значительно увеличивает финансовый риск, что также является сдерживающим фактором. В последние годы крупные и средние предприятия достаточно активно используют фондовый рынок для привлечения заемных средств. Для этого есть ряд важных причин. Во-первых, привлечение средств на открытом рынке позволяет предприятиям получать более низкие процентные ставки по сравнению с банковскими кредитами. Во-вторых, предприятия получают больше свободы при определении условий кредитования и структуры финансирования. В-третьих, предприятия используют выпуски на открытом рынке для создания публичной кредитной истории, что позволяет им при условии выполнения обязательств рассчитывать на более выгодные условия финансирования в будущем, а также помогает при выпуске других финансовых инструментов, в том числе акций.

Публичное размещение акций представляет собой их выпуск в свободное обращение и регистрацию выпуска для торгов и котировок на фондовой бирже. Выделяют как первичное (Initial Public Offering, IPO), так и вторичные размещения (Seasoned Offerings). Привлечение акционерного капитала на открытом рынке

обусловлено несколькими причинами. Прежде всего, предприятия могут привлекать акционерный капитал на открытом рынке, если это необходимо для их дальнейшего роста и развития. Поскольку при высоком росте объемов заемного финансирования значительно растет кредитный риск, а также стоимость заемного капитала, существует оптимальная структура финансирования, а также его предельный уровень, выше которого получить заемные средства практически невозможно на любых условиях [11]. Кроме того, размещение акций на открытом рынке инициируется стремлением контрольных акционеров диверсифицировать свои вложения и увеличить их ликвидность, причем зачастую выпуск позволяет осуществить это без потери контроля над деятельностью предприятия. Дополнительно это позволяет получить объективную оценку стоимости предприятия со стороны рынка.

Сегодня недостаточная финансовая прозрачность многих российских компаний, отсутствие бизнес-проектов, на которые эффективно можно потратить вырученные деньги, препятствует развитию вышеназванных инструментов финансирования.

Облигационные займы на открытом рынке. Показатели ежегодного объема выпуска облигаций на российском рынке за последние четыре года выросли с 60 до 500 млрд. руб. В 2005 г. средний выпуск составил более 2,5 млрд. руб. Объем облигаций в обращении на конец этого года был более 800 млрд. руб., или около 19% объема выданных банками займов и кредитов. При этом все большую долю в объемах выпуска занимают эмитенты отрасли розничной торговли. Так, среди этих эмитентов в 2002 г. был зарегистрирован только один облигационный займ на общую сумму 300 млн. руб. В 2005 г. таких займов было уже 20 на общую сумму почти 20 млрд. руб. К концу 2006 г. рост объемов выпуска составит до 45 млрд. руб., что, по нашей оценке³, соответствует приблизительно 12% балансового объема займов кредитов, выданных банками предприятиям розничной торговли (рис. 8) [12]⁴.

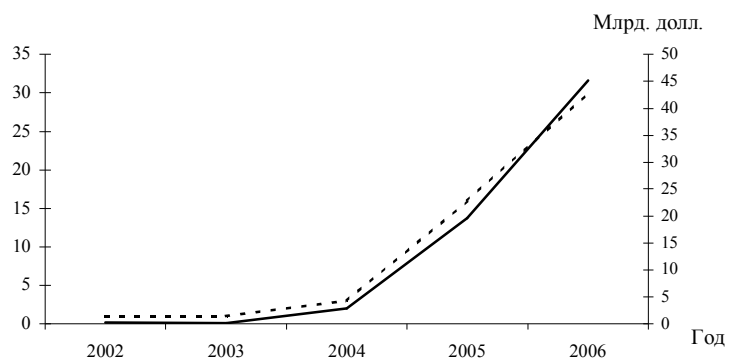


Рис. 8. Динамика размещений облигационных займов предприятий розничной торговли:
 ---- количество размещений, ——— объем размещений (правая шкала)

Средний срок погашения облигационных займов эмитентов отрасли розничной торговли вырос с 2,2 лет в 2002 г. до 3,9 лет в 2006 г. Для сравнения: средний срок погашения по корпоративным облигациям в мире без учета отраслевой направленности составил за период 1990-2006 гг. около семи лет [13].

³ Оценка авторов, пропорционально объему за I-III кв. 2006 г.

⁴ На рис. 8-11 показатели за 2006 г. – оценка авторов.

Растут также средние объемы эмиссий отрасли розничной торговли. К концу 2006 г., по оценке авторов, количество выпусков займов достигнет 30-ти со средним объемом около 1,5 млрд. руб. (рис. 9)

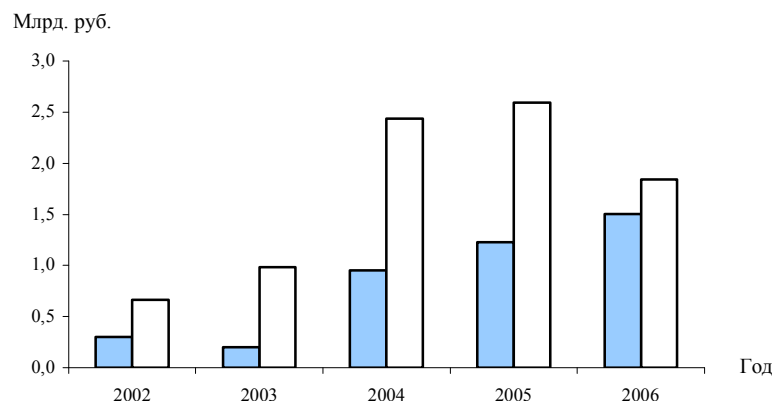


Рис. 9. Средний объем облигационного займа:
■ розничная торговля; □ все отрасли

Наблюдается тенденция к увеличению доли отрасли розничной торговли на рынке облигаций и сближение со средними показателями рынка. Так, если в 2003 г. облигационные займы эмитентов отрасли розничной торговли были почти в 5 раз меньше по сравнению со средними объемами по всем отраслям, то к 2006 г. – уже менее чем в 1,2 раза.

В 2002 г. доля эмитентов отрасли розничной торговли составляла менее 0,5% (в 2003 г. – 0,2), а к концу 2006 г. ее рост предположительно оценивается до 11% общего объема размещений, что свидетельствует о достаточно высокой активности компаний-эмитентов на этом рынке и тенденции к росту доли отрасли в структуре фондового рынка (рис. 10).

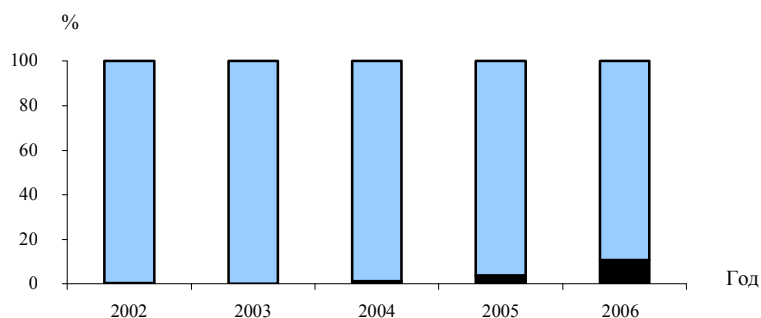


Рис. 10. Доля эмитентов отрасли розничной торговли в общем объеме размещений:
■ розничная торговля; ■ другие отрасли

Размещение акций на открытом рынке. Первичное размещение акций российских компаний на фондовом рынке - явление достаточно новое. За 1995-2003 гг. было зарегистрировано лишь шесть случаев первичного размещения акций российских эмитентов. С 2004 г. наблюдается быстрый рост числа и объемов

размещений на российских и зарубежных площадках (рис. 11). Одной из основных причин роста эксперты называют улучшение экономического положения России.

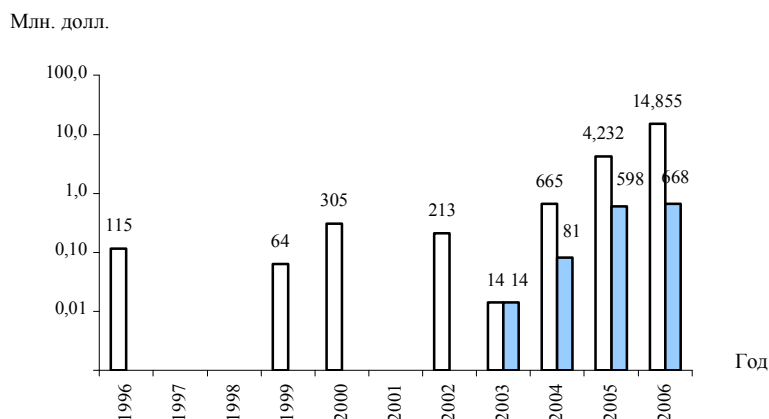


Рис. 11. Объем первичных размещений акций:
 □ все отрасли; ■ розничная торговля

Оценка качества экономического роста выходит за рамки данного исследования, однако заметим, что этот фактор привлекает западных инвесторов, которые при наличии дефицита доходных объектов для инвестиций и достаточно большой ликвидности активно скупают акции российских компаний, что в свою очередь поднимает рыночную оценку стоимости российских активов. Низкие реальные процентные ставки на западных фондовых рынках также способствуют увеличению спроса на акции предприятий в странах с развивающимися фондовыми рынками.

Первое размещение эмитента отрасли розничной торговли состоялось в 2003 г., когда на рынок был выведен 20-процентный пакет акций Аптечной сети «36 и 6» (табл. 2) [14]. После этого состоялись еще три размещения акций предприятий розничной торговли, а именно розничных продуктовых сетей.

Таблица 2

Размещение акций эмитентов отрасли розничной торговли

Эмитент	Дата	Процент эмиссии	Площадка	Объем эмиссии, млн. долл.	Текущая стоимость пакета, млн. долл.*
Магнит	28.04.06	19	PTC	368	449
Пятерочка	13.05.05	30	LSE	598	1299
Седьмой континент	12.11.04	13	PTC	81	219
Аптечная сеть «36 и 6»	31.01.03	20	ММВБ	14	70

*По рыночной капитализации на 10.10.06.

При размещении Аптечная сеть «36 и 6» привлекла объем на сумму всего около 14 млн. долл., при этом наблюдается тенденция к увеличению объемов размещения, на рынок выходят более крупные эмитенты. Кроме того, скорее всего, 2006 г. будет первым годом более чем одного первоначального размещения акций предприятий розничной торговли, что отражено в прогнозе объема размещения на этот год в оценке почти 700 млн. долл.

В настоящее время более десяти компаний розничной торговли готовят (или заявляют) планы по размещению акций на фондовом рынке. Это связано как с указанными мотивами ликвидности, так и с тем, что компании стараются обеспечить себе кредитную историю и соответствующий имидж в ожидании усиления конкуренции на розничном рынке. Параллельно на рынке усиливаются процессы консолидации. Так, в 2006 г. было объявлено о слиянии двух лидеров продовольственного рынка – «Пятерочки» и «Перекрестка» и образовании объединенной компании.

Роль иностранного капитала в развитии отрасли розничной торговли. По данным Федеральной службы государственной статистики, в 2005 г. в российскую отрасль оптовой и розничной торговли поступило 20461 млн. долл. иностранных инвестиций. Это соответствует 38,2% общего объема иностранных инвестиций, поступивших в Россию в 2005 г. В общем объеме инвестиций – 767 млн. долл. прямых инвестиций,

0,5 млн. долл. портфельных инвестиций и 19963 млн. долл. прочих. Для сравнения: общий объем прямых инвестиций во все отрасли по статистике составляет около 13072 млн. долл., из которых 7567 (58%) приходится на предприятия в сфере добычи и переработки полезных ископаемых.

Поскольку официальные данные об объемах прямых иностранных инвестиций в российскую розничную торговлю являются фрагментарными, то наряду с использованием данных официальной статистики для целей определения величины инвестиций в текущем и прогнозном периоде была произведена предварительная оценка.

Согласно результатам оценки, общий объем иностранных инвестиций в отрасль за период 2000-2006 гг. должен составить более 2 млрд. долл. с максимальным объемом 700 млрд. долл. в 2006 г. (рис. 12). Эти цифры свидетельствуют о тенденции к росту объемов инвестиций в отрасль из-за рубежа, что связано в первую очередь с перспективами роста доходов населения и оборота российской розничной торговли. Большую часть этих инвестиций осуществляют уже упоминавшиеся ранее европейские розничные компании.

Объем сделок с крупными пакетами акций российских компаний розничной торговли достаточно сложно поддается анализу и прогнозу, однако исходя из заявлений прессы и тех тенденций, которые существуют на рынке, можно ожидать в ближайшие два-три года покупку одной из российских розничных сетей крупным западным инвестором.

Млн. долл.

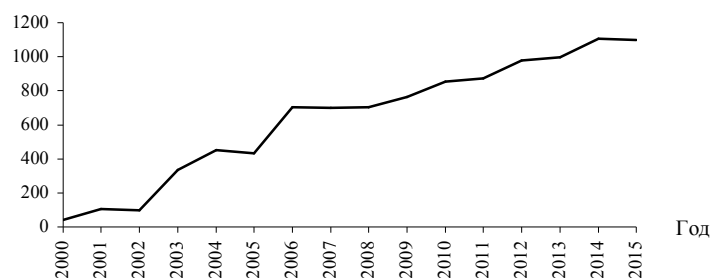


Рис. 12. Оценка объемов прямых иностранных инвестиций в розничную торговлю в прогнозном периоде

Один из наиболее вероятных кандидатов на приобретение российской компании – французская Carrefour, вторая розничная компания мира. Возможности такого приобретения не исключает и американская Wal-Mart. Общий объем сделки может составить около 1 млрд. долл. Кроме того, в 2010-2011 гг. английская Dixons Group согласно условиям опциона может приобрести лидера российского розничного рынка – компанию Эльдорадо – за 1,9 млрд. долл. в том случае, если она до 2008 г. купит 10% акций компании. Можно также ожидать, что западные инвесторы будут приходить на российский рынок, формируя совместные предприятия или покупая долю в российских розничных компаниях. Таким образом, в ближайшие пять лет общий объем сделок может достигнуть 3-4 млрд. долл., хотя в данном случае сложно говорить о конкретных цифрах и сроках сделок.

Объем инвестиций в ликвидные ценные бумаги и производные финансовые инструменты эмитентов отрасли розничной торговли за последние пять лет составил, по оценке авторов, около 1 млрд. долл. При этом были учтены размещения ценных бумаг на London Stock Exchange, размещения еврооблигаций, а также продажа производных инструментов западным инвесторам. Для ценных бумаг, размещенных на РТС, было сделано предположение о равных долях участия российских и западных инвесторов.

Структура финансирования. По данным Reuters, для мировой отрасли розничной торговли характерна структура финансирования с распределением заемных средств и акционерного капитала приблизительно в пропорции 20 : 80. Для российской отрасли относительно точную информацию получить достаточно сложно, так как большинство компаний на рынке являются закрытыми и не публикуют данных отчетности. Однако основываясь на данных российских предприятий, которые раскрывают информацию о собственной отчетности, а также на косвенных оценках, можно оценить уровень заемного капитала в отрасли в размере 13% и отметить тенденцию к росту объемов заемного капитала в течение последних трех лет. Кроме того, российские компании сферы розничной торговли, акции которых котируются на фондовых биржах, имеют показатели заемного капитала, достаточно близкие к среднемировым показателям.

Увеличение объемов долгового финансирования в структуре российских розничных компаний в последние годы можно объяснить несколькими основными факторами. Среди главных:

- удешевление кредитных ресурсов и упрощение процедур получения кредита для предприятий;
- рост размеров предприятий розничной торговли и соответственно их возможностей привлечения заемного финансирования, а также снижение общего риска, что повышает интерес кредитных институтов к отрасли;
- увеличение потребности в финансировании роста компаний в отрасли. Отчасти играет роль и стремление российских предприятий к созданию кредитной истории и подготовка к эмиссии акций. Кроме того, для предприятий, которые уже прошли (или готовят) эмиссию акций, характерно наличие западного менеджмента и западных методов управления финансами, в частности структурой капитала.

Перечисленные факторы являются фундаментальными, поэтому правомерно предполагать продолжение роста доли заемного капитала в структуре финансирования и сближение показателей отрасли с мировыми.

Финансовый прогноз. Авторами был подготовлен прогноз показателей финансирования отрасли (рис. 13), в том числе финансирования на открытом рынке.

Объем финансирования путем эмиссии акций на открытом рынке в прогнозном периоде колеблется от 2 до 5% общего объема источников финансирования, т. е. на среднем уровне, который, согласно эмпирическим исследованиям, находится в интервале 0,8-12% в зависимости от страны [15]. В прогнозе объемы эмиссии облигаций в среднем в 1,5 раза превышают объемы размещения акций, что частично объясняется текущими тенденциями и ограниченной емкостью рынка первичных размещений, а также желанием акционеров сохранить контроль над предприятиями, и частично – необходимостью рефинансировать ранние выпуски облигаций. На рис. 14 показаны оценки текущего и прогнозных показателей распределения стоимости в отрасли розничной торговли на 2005 и 2016 гг.

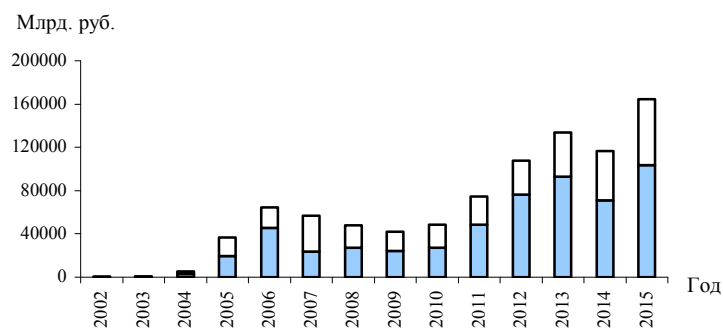


Рис. 13. Прогноз объемов размещения финансовых инструментов на открытом рынке:

■ выпуск облигаций; □ размещение акций

Прогноз общего объема привлеченного финансирования на открытом рынке в реальном выражении в 2015 г. превышает прогнозный уровень 2006 г. в 1,6 раза, что является более чем умеренным показателем для 10-летнего периода. Это соответствует среднему реальному росту на уровне 4,6% в год. Тем не менее объемы облигаций и акций в обращении на открытом рынке могут значительно возрасти в среднесрочной перспективе. Так, объем рынка облигаций в реальном выражении может более чем в 3,5 раза превысить текущий уровень, а общий объем акций в обращении составить около 15% капитализации розничных торговых сетей. В данном случае речь идет о потенциальном уровне, без учета возможных дивидендных выплат и обратного выкупа акций компаниями. Прогноз показателей отраслевой рентабельности приведен на рисунке ниже (рис. 15).

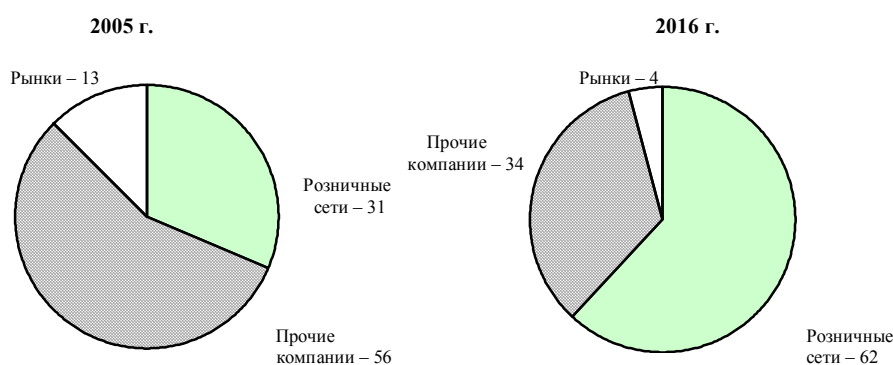


Рис. 14. Распределение стоимости в отрасли розничной торговли в 2005 и в 2016 гг., %

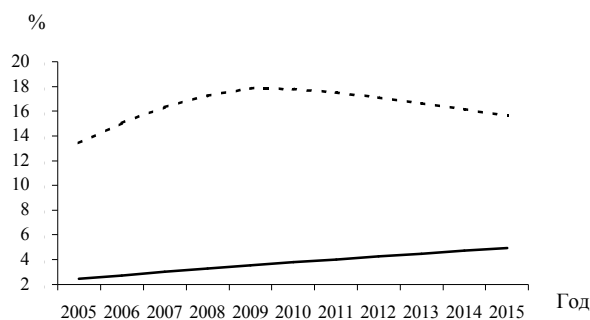


Рис. 15. Прогноз показателей рентабельности отрасли:

— чистая прибыль, % от выручки; ---- отдача на собственный капитал

В заключение приведем табл. 3, 4 с общими показателями финансирования розничной торговли на среднесрочную перспективу.

Таблица 3

Основные показатели розничной торговли в текущих ценах, млрд. руб.

Показатель	2005 г.*	2006 г.	2010 г.	2015 г.
Оборот в текущих ценах	7038	8323	13686	20951
Ставка по кредитам, %	12,0	11,5	7,3	6,0
Выплата процентов	55	63	82	147
Объем облигаций в обращении	22	65	145	378
Выпуск облигаций	20	45	27	104
Погашение облигаций	0	2	3	27
Эмиссия акций на рынке	17	19	31	61
Оценка уровня капитализации	3531	3978	6954	12563
Остаток займов и кредитов	432	485	976	2064
Дефлятор (по ИПЦ), %	100	110	142	179

* Оценки объема чистой прибыли, выплат по процентам, остатка займов и кредитов, инвестиций на 2005 г. выполнены авторами.

Таблица 4

Источники и направления использования средств, млрд. руб.

Показатель	2005 г.	2006 г.	2010 г.	2015 г.
Инвестиции в основной капитал	262	310	845	1919
Инвестиции в оборотные активы	156	184	194	219
Использование средств, всего	418	494	1039	2138
Чистая прибыль	175	225	520	1035
Амортизация	87	101	228	568
Прирост займов и кредитов	45	53	138	333
Выпуск облигаций за вычетом погашения	19	43	24	77
Коммерческий кредит и прирост прочих обязательств	127	150	207	305
Источники средств, всего	452	572	1118	2317

Более полно с результатами исследования можно ознакомиться в работе [8].

Основные выводы исследования. Сфера розничной торговли в России претерпела значительные изменения за последние несколько лет. Наряду с общим увеличением объема продаж, меняется и структура отрасли. Дальнейший рост конкуренции, нарастание концентрации в сфере розничной

торговли, использование новых технологий и развитие услуг дают возможность уверенно прогнозировать увеличение доли торговых сетей в структуре российского потребительского рынка в ближайшие годы. Структурные изменения имеют положительный эффект также для потребителей и экономики в целом, так как розничные сети являются более эффективной формой торговли по сравнению с традиционной системой оптовых сетей и индивидуальных магазинов.

Текущие тенденции финансирования в сфере розничной торговли в России отражают высокие темпы роста не только объемов собственных средств, но и внешнего финансирования, обусловленные во многом быстрым ростом товарного оборота и темпов развития, в частности, ростом сектора розничных сетей в структуре отрасли. По прогнозу авторов, доля заемных средств в структуре капитала отрасли будет расти по мере ее развития. Текущие тенденции и прогнозы показывают растущий интерес к сфере российской розничной торговли со стороны западных инвесторов. Рост объемов прямых инвестиций, а также ожидания прихода ряда крупных «игроков» на мировом розничном рынке позволяют предположить, что эти тенденции будут усиливаться, что приведет к росту конкуренции на российском рынке со стороны западных компаний.

Объемы финансирования на открытом рынке в форме размещения акций и облигаций эмитентов отрасли розничной торговли характеризуются чрезвычайно высокой динамикой роста в последние четыре года. Проведенный анализ дает основания предполагать, что по мере роста сегмента розничных сетей в структуре отрасли общая тенденция к росту объемов финансирования сохранится, однако темпы их роста на открытом рынке, скорее всего, будут снижаться.

Литература

1. *Группа восьми в цифрах. Стат. сб. М.: Росстат, 2005.*
2. Черноволов М.П., Панфилов В.С. Развитие розничных торговых сетей в России // *Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН/ Гл. ред. А.Г. Коровкин. М. МАКС Пресс, 2006.*
3. Федеральная служба государственной статистики, www.gks.ru, *Россия в цифрах 2006.: Крат. стат. сб. М.: Росстат, 2006.*
4. Ханин Г.И., Фомин Д.А. *Розничная торговля России: состояние и перспективы // Проблемы прогнозирования. 2005. № 6.*
5. Данные аналитического агентства *Global Insight*.
6. Федеральная служба государственной статистики, *Россия в цифрах 2005, оценка авторов.*
7. Данные компаний, *РосБизнесКонсалтинг, Эксперт-РА, Финанс.*
8. Панфилов В.С. Черноволов М.П. Финансирование розничной торговли в России // *Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН/ Гл. ред. А.Г. Коровкин. М. МАКС Пресс, 2006.*
9. *Консолидированная финансовая отчетность Перекресток Холдингс Лтд. за 2003, 2004, 2005 гг., консолидированная финансовая отчетность Пятерочка Холдингс Н.В. за 2003, 2004, 2005 гг., www.5chka.com.*
10. Информационное агентство *Reuters*, www.investor.reuters.com.
11. *Jean Tirole, The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006.*
12. Данные аналитического агентства www.cbonds.ru
13. Данные аналитического агентства www.bondmarkets.com
14. Данные аналитических агентств *РосБизнесКонсалтинг*, www.mergers.ru
15. *Asymmetric information, corporate finance and investment (ed. G. Hubbard) – «Financial systems, corporate finance and economic development», Mayer C., 1990.*