

# ГОСУДАРСТВЕННЫЙ И ЧАСТНЫЙ СЕКТОР

## ЛИКВИДНОСТЬ КОРПОРАЦИЙ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ США В 2000—2010 ГГ.: ДИНАМИКА ДО И ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА

М.А. Сидоров

Институт мировой экономики и международных отношений РАН  
*ул. Профсоюзная, 23, Москва, Россия, 117859*

На основе числовых данных из более 170 годовых отчетов автор проводит комплексное исследование основных показателей ликвидности для крупнейших розничных корпораций США в период 2000—2010 гг. Проводится сравнение между лидерами розницы, выделены наиболее устойчивые к спадам бизнес-модели деятельности. Показаны аспекты динамики ликвидности розничных корпораций (в частности, динамика отношения рабочего капитала к выручке), которые потенциально могут быть использованы для прогнозирования общей экономической конъюнктуры. Практическая значимость выводов исследования заключается в применимости методологии анализа к широкому кругу предприятий розничной торговли, независимо от страны их нахождения и их размеров.

**Ключевые слова:** США, розничная торговля, ликвидность, экономический кризис, бизнес-модель.

Финансовый кризис, начавшийся в конце 2008 г., затронул все без исключения стороны хозяйственной жизни Соединенных Штатов Америки. До сих пор здесь сохраняется относительно высокая безработица, темпы роста экономики существенно замедлились, в качестве стимулирующего фактора руководство центрального банка (ФРС) США снизило процентную ставку по выдаваемым кредитам до рекордно низкого уровня в 0—0,25%, усилив тем самым риск ускорения инфляции.

В условиях спада потребительского спроса многие компании столкнулись с «несбывшимися надеждами» на дальнейшую экспансию продаж и, как результат, были вынуждены подвести убыточный итог под многими проектами по расширению. И если рост выручки все же имел место, его темпы сильно сократились по сравнению с предыдущими годами, что поставило под вопрос операционную рентабельность. Ужесточились условия получения финансирования, и проблема платежеспособности как никогда остро встала перед огромным числом компаний независимо от их размера.

Корпорации розничной торговли США не составили исключения. Будучи как никто другой приближенными к конечному потребителю, они первыми ощутили на себе удар от спада, который начался незадолго до наиболее важного для ритейлеров периода года — сезона новогодних распродаж. Успех или неудача в последние недели декабря, к которым многие розничные корпорации начинают заказывать товар еще в июне, по сути, зачастую подводит черту под всей их деятельностью за годовой период (1), и в конце 2008 г. многие ритейлеры попали в «западню». Готовясь к росту, они вместо того оказались на руках с огромными запасами товаров в условиях конъюнктурного спада, и перед ними стояла лишь одна задача — минимизировать убытки и остаться «на плаву».

На основании значительного объема числовых данных (2) [1] в настоящей статье проанализирована динамика ликвидности корпораций розничной торговли США в период 2000—2010 гг. Подобный анализ проводится впервые. В качестве объекта исследования взяты 16 крупнейших ритейлеров с оборотом, превысившим 25 млрд долл. в 2010 финансовом году (3). Всем из них удалось «пережить» кризис, однако, как мы увидим далее, их подготовленность к нему и потери в его результате были различными. Такие розничные корпорации, как «Уол-Март» и «Костко Холсейл» [2. С. 21], наоборот, получили конкурентные преимущества за счет экономического спада и переориентирования покупателей на дисконтный сегмент рынка.

Для оценки ликвидности компании крупнейших розничных корпораций США рассчитана и проанализирована динамика четырех относительных и одного абсолютного показателя — текущего коэффициента, быстрого коэффициента, коэффициента наличных средств, отношения рабочего капитала (4) к объему выручки в денежном исчислении, а также изменения масштаба самого рабочего капитала. После расчета и сравнений сделаны выводы о финансовом здоровье рассматриваемых предприятий с точки зрения их ликвидности, а также выделены лидеры отрасли по данным своей отчетности.

### **Основные статические показатели ликвидности**

Первый вопрос, который стоит задать при оценке финансового положения: будет ли у предприятия достаточно денежных средств для того, чтобы выплатить задолженность по краткосрочным обязательствам в ближайшем будущем, когда наступит срок их платежа? В случае отрицательного ответа на этот вопрос можно утверждать, что компания переживает финансовый кризис, независимо от динамики ее прибыли на текущий момент.

Текущий коэффициент (Current Ratio) является одним из наиболее популярных показателей при проведении анализа предприятий — со стороны банковских организаций, поставщиков и прочих кредиторов. Он представляет собой отношение суммы оборотных активов (5) к текущим обязательствам:

$$\text{Текущий коэффициент} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Текущие обязательства}}$$

Считается, что данный показатель должен быть равен 2,0 и выше [3. С. 340], однако, как показывает практика, для некоторых предприятий более низкие значения также являются приемлемыми.

Среди рассматриваемых корпораций розничной торговли среднее значение текущего коэффициента за период 2000—2007 гг. составило 1,35; с 2008 по 2010 гг. оно было равно 1,28; за весь же период находилось на уровне в 1,32. Наиболее высокими значениями отличается сектор торговли лекарствами и медицинскими товарами: у корпораций «Райт Эйдж», «Уолгрин» и «СиВиЭс Кэйрмарк» он оказался равен 1,90, 1,67, 1,61 соответственно. Одна из возможных причин высокой ликвидности аптек — большие отсрочки платежей от поставщиков. Наименьшей текущая ликвидность оказалась у торговых сетей «Кроджер», «Уол-Март» и «Сэйфуэй». Относительно низкий уровень ликвидности этих корпораций компенсируется их размером — в условиях объема выручки более 30 млрд долл. в год за счет грамотного финансового планирования и оптимизации графика платежей уровень ликвидности в диапазоне от 0,9 до 1,0 позволяет им вести успешную деятельность с приемлемым уровнем финансового риска.

Розничная торговля США включает себя более двух миллионов игроков [3. С. 102], и в среднем для них значение текущего коэффициента равняется 1,2 [4. С. 366]. Таким образом, крупнейшие корпорации РТ с показателем равным 1,32 находятся в более выгодном положении с точки зрения ликвидности, чем большинство предприятий отрасли. Динамика этого показателя представлена в табл. 1.

Таблица 1

**Текущий коэффициент ликвидности  
(среднее значение для крупнейших ритейлеров США в 2000—2010 гг.) [1]**

Годы	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Значение показателя	1,32	1,33	1,42	1,43	1,39	1,33	1,26	1,18	1,22	1,31	1,31

Недостатком данного коэффициента является то, что он не разделяет оборотные активы на подгруппы, различающиеся по уровню ликвидности. Компания может столкнуться с дефицитом денежных средств даже при стабильном текущем коэффициенте. Решить этот вопрос позволяют показатели, рассмотренные ниже.

Для расчета быстрого коэффициента (Quick Ratio), также называемого лакмусовым показателем (Acid-Test Ratio), необходимо найти отношение ликвидных активов, т.е. оборотных активов за вычетом товарно-материальных запасов (ТМЗ), к текущим обязательствам. Товарные запасы исключаются по той причине, что в отличие от денежных средств и дебиторской задолженности они являются относительно малоликвидными (что, безусловно, зависит от их типа и местонахождения). Средний показатель для розничной торговли США составляет около 0,3 [4. С. 367], что, принимая во внимание среднее значение текущего коэффициента, отражает существенную долю ТМЗ в оборотных активах розничных компаний.

$$\text{Коэффициент быстрой ликвидности} = \frac{\text{Оборотные активы} - \text{ТМЗ}}{\text{Текущие обязательства}}$$

Как и в случае с текущим коэффициентом, показатели быстрого коэффициента крупнейших представителей розничной торговли США выше среднеотраслевого показателя. Пик наблюдался в 2003 г. (значение 0,62), наименьшее значение — в предкризисном 2007 и кризисном 2008 г. (0,42 и 0,43 соответственно), среднее значение за декаду — 0,51. Относительное положение корпораций по данному показателю отличается от ситуации с текущим коэффициентом. Если «Уол-Март» осталась в конце списка (табл. 4), то положение «Кроджер» сильно улучшилось — она поднялась с 14-го на 5-е место. Наиболее же успешной корпорацией с точки зрения «быстрого» коэффициента является интернет-ритейлер «Амазон».

Разность между значениями текущего и быстрого коэффициентов показывает значение ТМЗ в оборотном капитале. Наибольшим различие оказалась у трех компаний — лидеров по текущей ликвидности — «Райт Эйд», «Уолгрин» и «СиВиЭс Кэйрмарк», что позволяет несколько иначе оценить успешность их деятельности. Большую долю оборотного капитала аптек США составляют запасы товаров на складе, которые менее ликвидны, чем дебиторская задолженность и денежные средства на счету. Такое распределение оборотных средств делает аптечные сети более уязвимыми в периоды экономического спада, так как затоваривание для них более опасно, чем для участников других субсекторов розничной торговли, — оно с большей вероятностью может привести к невозможности расплатиться по текущим счетам.

Таблица 2

**Быстрый коэффициент крупнейших ритейлеров США в 2000—2010 гг. [1]**

Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Значение показателя	0,46	0,50	0,58	0,62	0,59	0,55	0,47	0,42	0,43	0,51	0,50

### **Платежеспособность — максимально жесткая оценка**

Коэффициент острой ликвидности (также называемый коэффициентом абсолютной ликвидности) является наиболее жестким критерием ликвидности предприятия, он показывает, какая часть краткосрочных заемных обязательств может быть при необходимости погашена немедленно за счет имеющихся денежных средств [5. С. 377].

$$\text{Коэффициент острой ликвидности} = \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие обязательства}}$$

В последнее время многие аналитики стали включать в числитель данного коэффициента также вложения в ценные бумаги, фигурирующие в балансах предприятий как краткосрочные инвестиции. Мы считаем такой подход некорректным, так как последние хотя и могут быть относительно быстро реализованы, т.е. являются весьма ликвидными, в то же время несут в себе чрезвычайно высокий уровень риска. В кризисные периоды эта статья отчетности может «сдуться» на порядок, следуя за падением котировок акций на фондовом рынке (что наблюдалось, в частности в 2008 г.). При этом понятие острой или абсолютной ликвидности

сти никак не согласуется с высоким уровнем риска вложений в ценные бумаги, и их включение в числитель искажает первичную сущность, значимость рассматриваемого коэффициента. В связи с этим мы производим расчет по традиционному методу и не включаем вложения в ценные бумаги в числитель коэффициента, ограничившись лишь наличными средствами.

Среднее значение острой ликвидности среди рассматриваемых ритейлеров составило в декаду 2000—2010 гг. 0,18 с динамикой, схожей с двумя предыдущими коэффициентами. Наиболее сильно «выбивающимся» из общей картины оказался интернет-ритейлер «Амазон» со средним показателем 0,62. Такое значение показывает, что «Амазон» может расплатиться с 62% текущих обязательств лишь за счет имеющихся у нее наличных средств — показатель, более чем в три раза опережающий ближайших конкурентов.

Таблица 3

**Коэффициент острой ликвидности крупнейших ритейлеров США в 2000—2010 гг. [1]**

Годы	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Значение показателя	0,15	0,18	0,21	0,27	0,20	0,18	0,14	0,14	0,13	0,19	0,17

Исходя из рассмотренных данных, сделаем вывод о том, что даже в рамках выбранного нами объекта анализа — крупнейших ритейлеров США, удовлетворяющих сходный тип потребностей — существует несколько бизнес-моделей, значительно отличающихся друг от друга. Так, сектор медицинских товаров демонстрирует самые высокие показатели текущей ликвидности, при этом он больше, чем остальные корпорации розничной торговли, зависит от уровня ТМЗ. Онлайн-ритейл стоит особняком, показывая чрезвычайно высокий уровень коэффициента наличных средств даже в условиях кризиса.

Таблица 4

**Показатели ликвидности крупнейших ритейлеров США, среднее значение в 2000—2010 гг. [1]**

Компания	Показатель ликвидности		
	текущая	быстрая	денежных средств
Rite Aid	1,90	0,51	0,10
Walgreen	1,67	0,55	0,14
CVS Caremark	1,61	0,56	0,12
Macy's	1,57	0,70	0,19
Target	1,53	0,90	0,14
Amazon.com	1,40	1,14	0,62
Sears Holdings	1,39	0,39	0,25
The Home Depot	1,38	0,36	0,13
Lowe's	1,36	0,26	0,13
Best Buy	1,22	0,62	0,26
Publix Super Markets	1,16	0,47	0,19
Costco	1,09	0,47	0,28
Supervalu	1,03	0,42	0,11
Kroger	0,96	0,29	0,04
Wal-Mart	0,91	0,22	0,12
Safeway	0,90	0,27	0,07

### Рабочий капитал и сбалансированность роста

Абсолютный показатель, характеризующий уровень ликвидности предприятия, — объем его рабочего капитала (Working Capital), который равен разности между оборотными активами и краткосрочными обязательствами. Он характеризует свободные ресурсы, которые могут быть использованы компанией в ее повседневной коммерческой деятельности. Как видно из метода его расчета, он напрямую связан с размером текущего коэффициента:

Рабочий капитал = Оборотные активы – Текущие обязательства.

График рабочего капитала крупнейших розничных корпораций США в 2000—2010 гг. представлен на рис. 1.

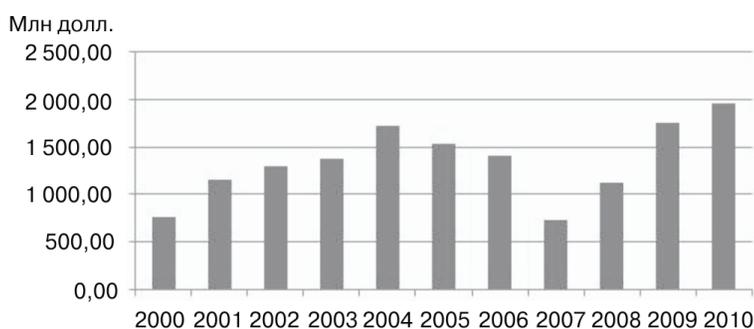


Рис. 1. Рабочий капитал крупнейших ритейлеров США [1]

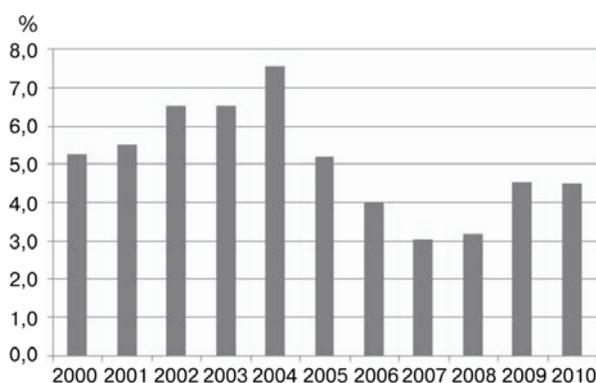
Как видно из графика, рабочий капитал постоянно рос до 2004 г., после чего начинается существенный спад. Начиная же с 2008 г. рост показателя вновь принял положительные значения.

Отметим особо, что тенденция роста рабочего капитала переломилась в 2004 г., затем три года его значения непрерывно снижались. Это означает, что в данный период рост краткосрочной кредиторской задолженности обгонял рост оборотных средств. Деятельность ритейлеров стала генерировать текущую задолженность быстрее, чем оборотные активы, — конъюнктура работы розничной торговли стала «остывать» за три года до «официального» начала кризиса! Пока мы можем сформулировать предположение (доказательство которого способно стать предметом дальнейших исследований) о том, что динамику рабочего капитала крупнейших игроков ритейла можно использовать в качестве одного из «барометров» экономики, — механизма, заранее сигнализирующего о грядущем экономическом спаде.

Текущий коэффициент, а также быстрый и абсолютный показатели ликвидности обладают одним общим недостатком. Они статичны, т.е. характеризуют финансовое положение компании лишь на определенную дату (так как при их расчете используются данные бухгалтерского баланса), которое может отличаться от данных за промежуток времени. Отношение рабочего капитала к продажам — показатель, в некоторой мере устранивающий этот недостаток:

$$\frac{\text{Рабочий капитал}}{\text{Продажи}}$$

Динамика этого коэффициента может выявить тенденции, которые остались бы незамеченными при использовании лишь первых двух показателей. Так, в случае стабильных текущего и быстрого коэффициента и снижающегося отношения рабочего капитала к продажам можно говорить о том, что торговая деятельность предприятия развивается более быстрыми темпами, чем рабочий капитал, что может привести к опасному дисбалансу роста, известному под названием *Overtrading*.



**Рис. 2.** Среднее отношение рабочего капитала к продажам крупнейших ритейлеров США в 2000—2010 гг. [1]

В целом, по группе рассматриваемых компаний отрицательная динамика, начавшаяся после 2004 г., является еще более заметной, чем при анализе изменений абсолютного значения рабочего капитала. Однако, несмотря на негативную картину в целом, отдельные ритейлеры США все же сохранили положительные результаты на протяжении всего периода. Стабильный положительный уровень отношения рабочего капитала к продажам, наблюдавшийся у торговой сети смешанного ассортимента «Таргет», аптечной сети «Уолгрин» и онлайн-ритейлера «Амазон», свидетельствует о сбалансированности роста этих компаний. У двух из крупнейших игроков рынка — «Кроджер» и «Уол-Март» за счет отрицательного рабочего капитала значение рассматриваемого показателя также было отрицательным. Наибольшее значение в 27,5% было достигнуто корпорацией «Сирс Холдингс» в 2004 г., а наименьшее — 2,9% наблюдалось у «Уол-Март» в 2007 г.

\*\*\*

Подводя итоги анализа ликвидности крупнейших розничных компаний США, можно сделать следующие выводы. «Уол-Март» и «Кроджер», лидирующие по объему продаж, по показателям ликвидности уступают ряду своих конкурентов, прежде всего корпорациям «Таргет» и «Амазон», продемонстрировавшим наилучшие результаты по большинству из рассчитанных параметров. Устойчивость последних, которую не смогли поколебать кризисные явления в экономике, подтверждает успешность и надежность выбранной ими бизнес-модели, что делает перспективным более детальное изучение опыта их работы.

Проведенное исследование подчеркивает необходимость комплексного подхода при анализе показателей ликвидности и платежеспособности. Так, розничные аптечные сети США демонстрировали наилучшие показатели текущей ликвидности в рассматриваемый период. Последующий же анализ показал их большую зависимость от вложений в товарно-материальные запасы и, следовательно, больший риск потери ликвидности в условиях спада конъюнктуры, чем у их коллег по отрасли.

Выдвинуто предположение о том, что показатели рабочего капитала крупнейших розничных корпораций, взятые в динамике, обладают прогностическим потенциалом с точки зрения оценки «перегрева» экономики. Проведение сходного анализа для прочих отраслей позволило бы показать, какова очередность воздействия спада спроса на хозяйственную систему государства — с целью увеличения точности прогнозов и выработки адекватной регулирующей политики.

Выводы настоящего исследования могут быть использованы для прогнозирования реакции торговых сетей на спады конъюнктуры, а также при разработке стратегии ритейлеров — выявления наиболее устойчивой модели работы, позволяющей существенно сократить риск потери ликвидности. Показанные методы прогнозирования не требуют дорогостоящих исследований и применимы даже для относительно небольших предприятий, имеющих 10—12 магазинов в рамках своей сети. Данный метод мог бы быть востребованным в России: проведя анализ своих розничных предприятий по логике настоящей работы, их руководители могли бы, с одной стороны, рассмотреть положение своей компании с точки зрения ликвидности и, с другой стороны, сравнить фактические данные с показателями лидеров розничной торговли США. Таким образом, возможно сделать выводы о том, насколько отечественное предприятие близко или далеко от наиболее успешных и устойчивых бизнес-моделей, успевших зарекомендовать себя на более развитом рынке розничной торговли США — до уровня которого, возможно, российский рынок дойдет в течении ближайших десятилетий.

#### ПРИМЕЧАНИЯ

- (1) Ярко выраженная сезонность — пик продаж в новогодний период — нашла свое отражение в учетной политике розничных корпораций США. Так, чтобы успеть оценить свою деятельность и включить в свою отчетность данные об этом периоде, многие из ритейлеров (например, «Уол-Март») установили в качестве окончания своего финансового года дату не 31 декабря, а 31 января следующего года. Таким образом, годовая финансовая отчетность большого числа ритейлеров составляется по состоянию на 31 января — месяцем позднее, чем у основной массы частных компаний.
- (2) Автором подготовлена статистическая база, включающая более 4 тыс. числовых показателей, на основе годовой отчетности 16 крупнейших розничных корпораций США. Далее по тексту все аналитические коэффициенты рассчитаны автором на основании подготовленной числовой базы.
- (3) 15 корпораций розничной торговли США с оборотом более 25 млрд долл. в год каждая покрывают всю гамму потребительских товаров и весь спектр торговых форматов, за исключением онлайн-торговли. Для полноты анализа по форматам торговли к базе добавлены финансовые данные интернет-ритейлера «Амазон» с выручкой более 18 млрд долл., осуществляющего продажи исключительно через сеть Интернет.

- (4) Рабочий капитал равен разности между оборотными средствами предприятия и его текущими обязательствами. В общем случае значения рабочего капитала должны быть положительными и со временем расти пропорционально росту выручки.
- (5) В число оборотных активов входят денежные средства, дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы (ТМЗ) и малая группа прочих оборотных активов.

#### ЛИТЕРАТУРА

- [1] См. Примечание (2). Источник годовых отчетов — корпоративные сайты компаний, а также сайт Системы электронного сбора, анализа и предоставления данных Комиссии по ценным бумагам США, <http://www.sec.gov/edgar.shtml>. Всего использовано более 170 документов.
- [2] *The Market makers*, Gary G. Hamilton, Misha Petrovic, Benjamin Senauer, Oxford University Press, 2011.
- [3] *Retail Management*, Berry Berman, Joel R. Evans, Prentice Hall, 2010.
- [4] *Key Management Ratios*, Ciaran Walsh, Harlow, England, Prentice Hall, 2006.
- [5] *Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика.* — М.: Проспект, 2006.

## US RETAIL CORPORATIONS LIQUIDITY IN 2000—2010: DYNAMICS BEFORE AND DURING THE CRISIS

**M.A. Sidorov**

Institute of World Economy and International Relations  
of the Russian Academy of Sciences  
*Profsoyuznaya str., 23, Moscow, Russia, 117859*

In his article on the basis of a statistical data set collected from more than 170 Annual reports the author performs a comprehensive analysis of the main liquidity ratios for the largest US retail trade corporations in 2000—2010. The positions of retail leaders are compared; conclusions on the most robust business models are made. The author outlines some features of liquidity dynamics (namely the working capital to sales ratio) that can be used as indicators for general economic forecasting. The practical value of the research is stressed by its universal character — the large scope of Russian retail companies to which a similar approach can be applied.

**Key words:** USA, retail trade, liquidity, economic crisis, business model.