

АЛЕКСІН

Гліб Олегович

gleb.aleksin@gmail.com

УДК 336.64

ФАКТОРНИЙ АНАЛІЗ ДЮПОН ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА

DUPONT FACTOR ANALYSIS AS AN INSTRUMENT OF ENTERPRISE'S FINANCIAL STRATEGY

аспірант, ДУ "Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України"

У статті розглянуто проблему аналізу ефективності та прибутковості господарської діяльності підприємства в рамках його фінансової стратегії. За мету дослідження поставлено визначення ролі факторного аналізу DuPont в системі фінансової стратегії підприємства.

В статье рассмотрена проблема анализа эффективности и прибыльности хозяйственной деятельности предприятия в рамках его финансовой стратегии. Целью статьи является определение роли факторного анализа DuPont в системе финансовой стратегии предприятия.

Author reviews the problem of an enterprise's effectiveness and profitability analysis within enterprise's financial strategy. The study aims to define the role of DuPont factor analysis within enterprise's financial strategy system.

Ключові слова: фінансова стратегія, факторний аналіз DuPont, рентабельність власного капіталу

Ключевые слова: финансовая стратегия, факторный анализ DuPont, рентабельность собственного капитала

Keywords: financial strategy, DuPont factor analysis, return on equity

ВСТУП

В скрутних умовах фінансово-економічної кризи підприємства вимушені проводити роботу з посилення ефективності господарської діяльності та підвищення своєї прибутковості. Наслідки циклічних явищ в національній економіці посилюються процесом інтенсифікації глобальної конкуренції, що змушує підприємства боротися за обмежені ресурси, в т.ч. за фінансові. Одним з основних джерел фінансових ресурсів є власний капітал, з метою залучення якого підприємство має демонструвати високий рівень інвестиційної привабливості. Існує необхідність у засобі вивчення інвестиційної привабливості шляхом порівняння ефективності та прибутковості господарської діяльності підприємства, концентрації управлінського ресурсу на їх ключових драйверах. Факторний аналіз DuPont є дієвим інструментом аналізу факторів посилення ефективності та прибутковості підприємства. Дослідження в сфері використання факторного аналізу DuPont в системі фінансової стратегії підприємств здійснювали численні зарубіжні вчені: Ю. Брігхем, Дж. Пратт, К. Уолш, Р. Хігінс, Д. Хьорст і інші, а також вітчизняні вчені: О.О. Терещенко, А.М. Поддєрьогін і інші. При цьому існує низка актуальних проблем у сфері даного дослідження, яка потребує подальшого осмислення та розв'язання. Зокрема, необхідно поглибити розуміння взаємозв'язку між функціональними стратегіями підприємства, базуючись на інструментах фінансового аналізу.

МЕТА РОБОТИ полягає у визначення ролі факторного аналізу DuPont в системі фінансової стратегії, вивчення функціоналу даного інструменту в

системі аналізу фінансової та загальної ринкової стратегії підприємства. Цей інструмент дозволяє направляти аналіз господарської діяльності в бік сильних і слабких сторін діяльності підприємства, базуючись на даних звітності фінансового обліку.

МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Методологічною та інформаційною основою роботи є наукові праці, матеріали періодичних видань, ресурси Internet.

При проведенні дослідження використано методи аналізу, статистично-аналітичний, порівняння та узагальнення.

РЕЗУЛЬТАТИ

Факторний аналіз DuPont (*DuPont Factor Analysis*) є методом аналізу драйверів зміни рентабельності власного капіталу підприємства, визначення рівня ефективності та прибутковості господарської діяльності підприємства. Результуючим показником факторного аналізу DuPont є рівень рентабельності власного капіталу (*Return on Equity, ROE*) акціонерів, що показує динаміку приросту акціонерної вартості [2].

Р. Хігінс [2] довів, що 82 великих американських корпорацій за 3-річний період продемонстрували кореляцію між зваженим середнім показником *ROE* і ринковою капіталізацією. Це означає, що *ROE* є поширеним індикатором рівня інвестиційної привабливості підприємства [7].

Однією з переваг факторного аналізу DuPont є можливість дезінтеграції *ROE* на низку факторів створення вартості для акціонерів, що відносяться до різних сфер господарської діяльності підприємства, а саме:

- Маржа чистого прибутку (*Profit Margin, PM*) – як індикатор прибутковості діяльності підприємства;
- Оборотність активів (*Asset Turnover, AT*) – як індикатор ефективності використання активів підприємства;
- Фінансовий важіль (*Equity Multiplier, EM*) – як індикатор ефективності фінансової архітектури підприємства.

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Дохід від реалізації}} \times \frac{\text{Дохід від реалізації}}{\text{Активи}} \times \frac{\text{Активи}}{\text{Власний капітал}}$$

Для різних галузей економіки є характерними різні ключові фактори впливу на *ROE*. В дослідженні [9] зазначається, що специфічні галузеві фактори впливу надають більш розгорнуте та глибоке пояснення, ніж узагальнені показники. Прикладом галузі з високою маржою чистого прибутку є модна індустрія, галузі з високою оборотністю активів – роздрібна торгівля, галузі з високим фінансовим важелем – фінансовий сектор.

Важливою рисою інструменту факторного аналізу DuPont є його здатність відслідковувати різноманітні аспекти господарської діяльності підприємства. Підприємство може бути прибутковим, однак, неефективним, що виявляється в низькій якості управління активами. Рівень прибутковості, що підраховується під впливом принципів бухгалтерського обліку, відображає тільки результат від фактичних продажів. Тоді як рівень оборотності активів дозволяє оцінити, наприклад, негативний ефект від надмірного накопичення на складі непроданої готової продукції, в якій іммобілізується частка оборотного капіталу.

Показнику *ROE* як виміру фінансової результативності властива обмеженість в розрізі часу, ризику, вартості [3]. Факторний аналіз DuPont спроможний подолати даний бар'єр. Завдяки тому, що показник *ROE* має властивість до дезінтеграції на драйвери створення вартості для акціонерів, факторний аналіз DuPont є дієвим інструментом аналізу фінансової та загальної ринкової стратегії. Це підтверджується дослідженням [8], де автори підтверджують більшу результативність використання факторного аналізу DuPont в порівнянні з більш традиційними показниками рентабельності власного капіталу (*ROE*) і рентабельності інвестицій (*ROI*) завдяки більш глибокому відображенню фінансової позиції та результативності господарської діяльності підприємства.

Фінансова стратегія є однією з основних функціональних стратегій підприємства. В залежності від напрямку розвитку підприємства на ринку, фінансова стратегія має балансувати обраний напрямок ринкового розвитку, а саме: за умов агресивного ринкового зростання, що характеризується динамічним нарощенням ринкової частки, фінансова стратегія має носити консервативний характер (ринковий розвиток фінансується переважно за рахунок власного капіталу та пошуку резервів скорочення операційних витрат); за помірного вектору ринкового зростання фінансова стратегія має

Зокрема, в дослідженнях [1, 10] розглянуто питання дезінтеграції показника рентабельності власного капіталу з метою ідентифікації факторного впливу операційного та фінансового важелів на рівень прибутковості власного капіталу.

Формула факторного аналізу DuPont виглядає наступним чином:

бути агресивною, що дозволить за рахунок позикового фінансування здешевити вартість капіталу, таким чином здобувши додаткові конкурентні переваги на ринку, що скорочується або повільно зростає.

Ринкова стратегія підприємства може мати три напрямки: лідерство за витратами, диференціація та фокусування (тобто нішовий ринок) [6]. Однак, науковці [4] вважають не доцільним використовувати для аналізу стратегію фокусування (нішового ринку) внаслідок того, що інструментами цієї ринкової стратегії є інструменти характерні для стратегій або лідерства за витратами, або диференціації. Розглянемо особливості планування та реалізації фінансової стратегії підприємства в рамках ринкових стратегій лідерства за витратами та диференціації.

Стратегія лідерства за витратами має за мету вихід на ринок з товарами або послугами, що за споживчими якостями є близькими до конкурентів, однак, мають нижчу ціну. З цією метою підприємство забезпечує жорсткий контроль за витратами, використовує ефект економії від масштабу та прагне до нарощення обсягів продажу, що сприяє зниженню середніх постійних витрат підприємства. Для підприємства, що обрало курс на лідерство за витратами, є характерним балансування низької маржі чистого прибутку за рахунок високої оборотності активів [5]. Це означає, що увага менеджменту підприємства має бути направлена в першу чергу на покращення якості управління активами, оптимізацію структури операційних витрат, підвищення якості операційного менеджменту. Інструментами покращення якості управління активами є посилення фінансування оборотного капіталу, оптимізація кількості запасів, покращення показників оборотності готової продукції, зниження рівня дебіторської заборгованості, боротьба з замороженням грошових коштів в оборотних активах. Одним з основних інструментів підвищення якості операційного менеджменту є застосування методів бережливого виробництва (*Lean Manufacturing*); даний підхід дозволяє розкрити резерви підвищення ефективності функціонування підприємства, скоротити ступінь іммобілізації грошових коштів у надмірних запасах, тощо.

В свою чергу, ринкова стратегія диференціації має на меті запропонувати споживачам унікальні споживчі властивості товару або послуги, що дозволить встановити цінову премію (тобто додаткову націнку) до середньо ринкової ціни.

Прикладами таких споживчих властивостей є бренд, якість, сервісне обслуговування, дизайн, різноманітність асортименту, спосіб доставки, тощо [4]. В літературі [5] зазначається, що за стратегії диференціації підприємство має балансувати витрати на маркетинг і НДДКР з можливістю встановити конкурентоспроможну ціну. Стратегія диференціації успішно виконується за умови генерації високої маржі чистого прибутку, що компенсує низький рівень оборотності активів. Як наслідок, основними інструментами підвищення маржинальності є нарощення обсягів доходів (за рахунок цінової та асортиментної політики) і оптимізація витрат (операційних, фінансових, інвестиційних). Важливим кроком є вдосконалення управлінського обліку, що дозволить посилити функціонально-вартісний аналіз і максимально ефективно відбудувати портфель продукції підприємства, розставляючи акценти на найбільш маржинальних одиницях продукції.

Дослідження [4] доводить, що ринкова стратегія диференціації є ефективною за умов економічного зростання, а ринкова стратегія лідерства за витратами – за умов економічної нестабільності.

Слід зазначити, що інструменти з покращення стану драйверів факторного аналізу DuPont знаходяться як в, так і поза зоною фінансового управління на підприємстві. Так, на маржу чистого прибутку впливають як заходи фінансової стратегії (оптимізація фінансових і інвестиційних витрат; покращення якості управлінського обліку), так і інструменти маркетингової стратегії (покращення цінової та асортиментної політики) і операційної стратегії (оптимізація операційних витрат). Показник оборотності активів знаходиться під впливом інструментів управління оборотним капіталом (зона фінансової стратегії), так і бережливого виробництва (зона операційної стратегії). Тобто з метою максимізації створеної доданої вартості для акціонерів має відбуватися синергія функціональних стратегій підприємства.

Важливо назвати шляхи покращення стану драйверів факторного аналізу DuPont, що має на меті посилення фінансового здоров'я підприємства. Занадто високий ступінь фінансового важеля значно підвищує ризик банкрутства та обмежує гнучкість підприємства під час економічних криз; вирішенням цієї проблеми є скорочення боргового навантаження, реструктуризація існуючих боргів, реструктуризація короткострокових боргів у довгострокові, дотримання правил ефективного позикового фінансування (фінансування довготривалого

розвитку та капітальних витрат за рахунок довгострокового позикового фінансування). Низький ступінь оборотності активів веде до імобілізації грошових коштів у оборотному капіталі, зниження рівня ефективності господарської діяльності підприємства, потреби нарощувати боргове навантаження з метою додаткового фінансування оборотного капіталу; з метою вирішення проблеми низької ефективності управління активами слід покращувати оборотність запасів, готової продукції, дебіторської заборгованості. Низький рівень маржі чистого прибутку свідчить про те, що підприємство не досягає необхідного рівня прибутковості своєї господарської діяльності; усунути дану проблему можливо за рахунок оптимізації витрат (операційних, фінансових, інвестиційних), розробки ефективного портфелю продукції, акцент в якому буде зроблено на найбільш прибуткових одиницях, запровадження ефективної цінової політики.

Проаналізуємо результативність господарської діяльності підприємств (в розрізі прибутковості та ефективності) за допомогою факторного аналізу DuPont на прикладі пивоварної галузі України. Для цілей аналізу взято три найбільші виробники пива на українському ринку: ПАТ «Оболонь», ПАТ «Карлсберг Україна», ПАТ «САН ІнБев Україна». Наведемо в таблиці 1 розрахунки компонентів факторного аналізу DuPont на основі даних офіційної фінансової звітності підприємств за період 2013-2015 рр..

Отримані результати свідчать про те, що підприємства по-різному створюють додану вартість для своїх акціонерів: ПАТ «Карлсберг Україна» – за рахунок підвищення маржинальності, ПАТ «САН ІнБев Україна» – за рахунок високої ефективності управління активами, ПАТ «Оболонь» – за рахунок структури капіталу підприємства. Як висновок, підприємства використовують різні ринкові та фінансові стратегії: ПАТ «Карлсберг Україна» – стратегію диференціації (що направлена на урізноманітнення асортименту, нарощення пропозиції преміальних торгових марок, що мають вищу маржу), а натомість ПАТ «САН ІнБев Україна» обрало для себе напрямок лідерства за витратами (підвищення ефективності управління оборотним капіталом). ПАТ «Оболонь», маючи показники маржі чистого прибутку та оборотності активів на рівні нижчому в порівнянні з кращими практиками конкурентів, на основі даних розрахунків не може бути чітко віднесено до стратегії диференціації або стратегії лідерства за витратами.

Таблиця 1

Розрахунок компонентів факторного аналізу DuPont основних підприємств пивоварної галузі України за період 2013-2015 рр.

[офіційна фінансова звітність підприємств за 2013-2015 рр.; власні розрахунки]

Показник	2013 р.	2014 р.	2015 р.
1	2	3	4
<i>ПАТ «Оболонь»</i>			
Рентабельність власного капіталу, %	14,8%	-23,4%	-36,2%
Маржа чистого прибутку, %	5,0%	-16,2%	-16,0%

Продовження таблиці 1

1	2	3	4
Оборотність активів, %	105,9%	62,7%	75,0%
Фінансовий важіль, %	276,7%	229,8%	301,0%
<i>ПАТ «Карлсберг Україна»</i>			
Рентабельність власного капіталу, %	19,1%	27,4%	25,0%
Маржа чистого прибутку, %	17,9%	24,4%	20,2%
Оборотність активів, %	87,5%	85,2%	92,1%
Фінансовий важіль, %	122,4%	131,6%	134,5%
<i>ПАТ «САН ІнБев Україна»</i>			
Рентабельність власного капіталу, %	-13,9%	-41,6%	-39,0%
Маржа чистого прибутку, %	-5,6%	-12,1%	-7,1%
Оборотність активів, %	133,5%	136,0%	146,7%
Фінансовий важіль, %	185,1%	252,9%	375,3%

Поточна складна соціально-економічна ситуація відобразилася на динаміці показника *маржі чистого прибутку* підприємств: витрати, що понесли виробники внаслідок девальвації національної валюти, здорожчення імпортової сировини, скорочення реальних доходів домогосподарств і, як наслідок, обсягів попиту на пиво, – все це в комплексі призвело до того, що два з трьох основних виробників (ПАТ «Оболонь» і ПАТ «САН ІнБев Україна») мали від’ємний фінансовий результат у 2014-2015 рр. Підвищення рівня маржі чистого прибутку ПАТ «Карлсберг Україна» підтверджує стратегічну направленість підприємства на управління маржинальністю (тобто фокус на преміальні торгові марки).

В розрізі показника *оборотності активів* ПАТ «САН ІнБев Україна» є лідером на національному ринку. Це підтверджує тезу про фокус підприємства на стратегії лідерства за витратами, що сприятиме завоюванню ринкової частки. ПАТ «Карлсберг Україна» в свою чергу має нижчий рівень оборотності активів, що, на нашу думку, пояснюється значною часткою преміальних торговельних марок (що продаються повільніше) в структурі продажів в порівнянні з іншими виробниками.

Динаміка показника *фінансового важеля* свідчить про переоцінку кредитів у валюті внаслідок глибокої девальвації гривні.

Основними викликами для виробників залишаються скорочення обсягів ринку пива, подальша девальвація гривні, ріст рівня споживчої інфляції, здорожчення імпортової сировини, обмеженість банківського кредитування. У відповідь виробники мають застосувати інструментарій фінансової та суміжних функціональних стратегій, а саме:

- збалансування структури капіталу з метою скорочення частки позикового фінансування, дотримання правил ефективного позикового фінансування;

- реструктуризація кредитів (переведення короткострокових боргів у довгострокові, скорочення частки валютних кредитів);

- підвищення якості управління оборотним капіталом (підвищення оборотності запасів, готової продукції, дебіторської заборгованості);

- посилення функціонально-вартісного аналізу, і, як наслідок, формування високо дохідного портфелю продукції з найбільш маржинальними товарними одиницями;

- оптимізація операційних, фінансових, інвестиційних витрат;

- посилення маркетингової стратегії (покращення асортиментної та цінової політики, підвищення якості управління портфелем брендів);

- активізація операційної стратегії (використання інструментів бережливого виробництва, пошук внутрішніх резервів скорочення операційних витрат).

ВИСНОВКИ

Факторний аналіз DuPont дозволяє провести аналіз основних драйверів створення вартості для акціонерів і виявити глибинні причини незадовільного рівня прибутковості та ефективності господарської діяльності підприємства. За рахунок здатності формули до дезінтеграції існує можливість ідентифікувати та розкрити внутрішні резерви, що сприятимуть майбутньому ринковому зростанню. Факторний аналіз DuPont займає важливе місце в системі аналітики фінансової стратегії в силу здатності до оперативної та всебічної діагностики основних драйверів створення акціонерної вартості. З

метою досягнення результативності загальної ринкової стратегії підприємства має утворитися синергія функціональних стратегій (фінансової, операційної та інших). Інструменти впливу на компоненти факторного аналізу DuPont знаходяться як в межах фінансової стратегії, так і у зоні інших функціональних стратегій підприємства. Різним напрямкам розвитку підприємства на ринку відповідають різні види фінансової стратегії (агресивна або консервативна). Також для різних галузей економіки є характерним використання відповідних інструментів фінансової стратегії (оборотність активів – для галузей з масовим уніфікованим попитом і великими обсягами продажу; маржа чистого прибутку – для галузей з індивідуальним одиничним попитом і малими обсягами продажу).

Результати факторного аналізу DuPont на основі даних пивоварної галузі України свідчать, що більшість основних виробників мають чітко спрямовану стратегію, що направлена або на диференціацію, або на лідерство за витратами. Ринкова стратегія підприємства має бути підтримана за допомогою відповідних інструментів фінансової стратегії (маржі чистого прибутку, оборотності активів, фінансового важеля). В розрізі інструменту маржі чистого прибутку підприємства мають проводити роботу в напрямку покращення стану функціонально-вартісного аналізу, посилення цінової та асортиментної політики, активізації маркетингової стратегії; інструменту оборотності активів – підвищення якості управління оборотним капіталом, використання інструментів бережливого виробництва, пошуку внутрішніх резервів скорочення витрат; інструменту фінансового важеля – збалансування структури капіталу, реструктуризації заборгованості. Перспективами подальших досліджень знаходяться в зоні поглибленого вивчення факторів впливу на ключові фінансові показники господарської діяльності підприємства в системі корпоративної стратегії.

Список використаних джерел

1. Firer C. Driving Financial Performance through the Du Pont Identity: A Strategic Use of Financial Analysis and Planning / Colin Firer. // Financial Practice and Education. – 1999. – №9. – С. 34–45.
2. Higgins R. Analysis For Financial Management / Robert Higgins. – New York: McGraw-Hil, 2012. – 480 с.
3. Lesáková L. Uses and Limitations of Profitability Ratio Analysis in Managerial Practice / L. Lesáková // Enterprise and Benchmarking: 5th International Conference on Management, June 1-2, 2007, Budapest, Hungary. – С. 259–264.
4. Little P. Evaluating the Effect of Recession on Retail Firms' Strategy using DuPont Method: 2006-2009 / P.Little, J. Mortimer, M. Keene, L. Henderson. // Journal of Finance and Accountancy. – 2011. – №7. – С. 1–7.
5. Palepu K. Business Analysis and Valuation Using Financial Statements / K. Palepu, P. Healy, V. Bernard. – Mason: South-Western, 2008. – 336 с.
6. Porter M. The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance / Michael Porter. – New York: Free Press, 1998. – 557 с.
7. Rogova E. Dupont Analysis of the Efficiency and Investment Appeal of Russian Oil-Extracting Companies / E. Rogova // Business and Management 2014: 8th International Scientific Conference, May 15–16, 2014, Vilnius, Lithuania. – С. 164–171.
8. Sheela S. Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India using Dupont Analysis / S. Sheela, K. Karthikeyan. // European Journal of Business and Management. – 2012. – №14. – С. 84–91.
9. Soliman M. The Use of DuPont Analysis by Market Participants / Mark Soliman. // The Accounting Review. – 2008. – №3. – С. 823–853.
10. Tezel A. Disaggregating the Return on Equity: An Expanded Leverage Approach / A. Tezel, G. McManus. // Journal of Applied Finance. – 2003. – №13. – С. 66–71.