

Отчет Экзаменатора

Ф9 Финансовый Менеджмент (СРА Россия)

Июнь 2014

Поздравляю кандидатов, которые сдали экзамен в июне 2014г.

Причину неудачи в успешной сдаче экзамена вижу в следующем:

- 1) Кандидаты явно не уделили достаточно времени подготовке к экзамену (не достаточно уверенное владение теоретическим материалом и практическими навыками в решении задач)
- 2) Не умении структурировать ответ и отвечать именно на поставленный вопрос, а не на придуманный самим кандидатом вопрос. Хочу также обратить внимание кандидатов на отсутствие необходимости писать все, что вы знаете по теме вопроса, оцениваются только конкретные экзаменуемые вопросы / элементы.
- 3) Не умении распределить время, чтобы уделить должное время всем вопросам (пропорционально количеству баллов)

Приятно было оценивать работы кандидатов, которые четко формулировали свои мысли, подкрепляли их расчетами со ссылками на рабочие расчеты и делали не теоретические выводы, а выводы в привязке к конкретной компании, рассматриваемой в экзаменационном вопросе.

Вопрос 1.

В части (а) кандидатам было необходимо оценить стоимость компании, используя методы P/E и роста дивидендов, обсудить значимость для потенциальных покупателей полученных оценок в сравнении с рыночной стоимостью компании.

Ответы на эту часть вопроса 1 в большинстве своем не заработали высокий балл, поскольку кандидаты не сумели произвести расчет стоимости компании.

P/E метод предполагает расчет стоимости компании путем перемножения прибыли на акцию, P/E коэффициента и количества выпущенных акций. Несмотря на то, что в вопросе было приведено среднее по отрасли значение P/E коэффициента, некоторые кандидаты использовали текущий P/E коэффициент компании, что не верно.

Несмотря на то, что в задании было указано количество акций и текущая рыночная стоимость акции, некоторые кандидаты не смогли посчитать текущую рыночную стоимость компании. Уровень обсуждения оценок стоимости компании был ограничен, слабые стороны оценочных моделей не были освещены в достаточной степени.

В части (b) требовалось рассчитать рыночную стоимость, пол конвертируемой облигации и премию на конвертацию.

Много кандидатов не смогли ответить на эту часть вопроса. Из тех кто ответил, большинство не знали как посчитать значение пола облигации.

От кандидатов требовалось посчитать текущую стоимость будущих процентных платежей плюс текущее значение будущей стоимости конвертации (рыночная стоимость, поскольку конверсия была выгоднее, чем просто погашение); текущую стоимость будущих процентных платежей плюс будущей суммы погашения (пол облигации, поскольку эти потоки денежных средств гарантированы). Те

кандидаты, которые смогли ответить на часть (b) вопроса, справились успешно с расчетом премии на конвертацию.

Некоторые кандидаты не знали разницы между процентной ставкой, стоимостью капитала и ставкой роста рыночной стоимости и поэтому использовали в расчетах любое из вышеперечисленных значений.

Кандидаты должны понимать важность дисконтирования в финансовом менеджменте ввиду его широкого использования в оценке инвестиционных проектов, оценке компаний, облигаций и акций. В части (c) задания кандидаты должны были объяснить разницу между слабой, средней и сильной формами эффективности рынка, причем в привязке к компании, акции которой обращаются на рынке с выраженной средней эффективностью.

Некоторые кандидаты, к сожалению, не смогли даже объяснить понятия сильной, слабой и средней эффективности рынка. Большинство из тех, кто объяснил разницу, не смог объяснить важность средней формы эффективности в привязке к компании, акции которой обращаются на таком рынке. Некоторые кандидаты сумели связать информацию с формой эффективности, но в очень ограниченном виде. Например, сказав что только информация прошлых периодов известна, хотя важно было указать на тот факт, что цена акций отражает всю информацию из прошлых периодов (слабая форма эффективности). Другой пример: кандидаты указывали на тот факт, что инвестор в курсе текущей информации, в то время как важно было акцентировать внимание на том, что, информация, имеющаяся на рынке о компании быстро и аккуратно отражается в рыночной стоимости акции.

В целом, большая часть кандидатов не смогла набрать проходной балл при ответе на вопрос 1.

Вопрос 2.

При ответе на часть (a) этого вопроса кандидаты должны были рассчитать чистую приведенную стоимость (NPV) проекта в номинальном выражении и сделать вывод об экономической целесообразности проекта. Большинство кандидатов ответило хорошо на этот вопрос, набрав проходной балл и выше. Однако, некоторые кандидаты не знали что такое номинальные и что такое реальные денежные потоки, что сделало невозможным получить проходной балл.

Большинство кандидатов верно рассчитали налог на прибыль и налоговый вычет, а также верно учли задержку этих денежных потоков на один год.

Значительное количество кандидатов верно рассчитали первоначальную и дополнительную инвестиции в оборотный капитал. Однако, эта часть вопроса вызвала затруднения у части кандидатов. Ошибки включали: включение общей суммы инвестиции в оборотный капитал, расчет инвестиции в реальном выражении одновременно с учетом денежных потоков в номинальном выражении, забывали сделать «возврат» оборотного капитала в конце проекта.

Часть кандидатов не исключила расходы на маркетинговые исследования из расчетов NPV. Эти расходы не являются релевантным денежным потоком, так как были понесены вне зависимости от решения делать проект или нет.

Кандидаты верно использовали номинальную ставку дисконтирования 12%. Вывод об экономической целесообразности проекта кандидаты делали на основе положительности NPV.

Часть (b) вопроса 2. В этой части вопроса кандидаты должны были посчитать NPV того же проекта, но использовать денежные потоки в реальном выражении. Это предполагало расчет ставки дисконтирования с использованием формулы Фишера. Правильный расчет давал ставку дисконтирования 7% ($1,12 / 1,047$).

Далее необходимо было продисконтировать денежные потоки (они были даны в условии задачи) в реальном выражении с использованием ставки 7%.

Те кандидаты, которые набрали проходной балл по этому вопросу, сделали верные расчеты. Однако, часть кандидатов не знала, что означает « в реальном выражении», поэтому действовали наугад, либо вообще пропускали этот вопрос.

Вызвали удивление ответы на часть (c) вопроса 2. На первый взгляд простой вопрос вызвал затруднение у большинства кандидатов. Ни один кандидат не набрал полный балл за этот вопрос. Некоторые ответы давались без привязки к ситуации, описанной в вопросе.

В ответе на вопрос 1с кандидаты должны были объяснить возможные пути достижения мотивации директоров компании Джамилько в отношении максимизации стоимости для акционеров. Неожиданно этот вопрос вызвал затруднение и достаточно большое число кандидатов не смогли набрать проходной балл. Некоторые кандидаты отвечали не по существу.

Если директора не стремятся достичь цель максимизации богатства акционеров, имеет место проблема конфликта интересов акционеров и менеджеров (агентская проблема). Соответственно, необходимо с помощью мотивационных инструментов (бонусная система, завязанная на выполнение KPI, опционы, др) добиться сближения интересов менеджеров с интересами акционеров.

Некоторые кандидаты обсуждали просто пути увеличения богатства акционеров, такие как проекты с положительным NPV, уменьшение стоимости капитала компании, рост дивиденда на акцию и др. такие ответы не принимались как ответ на экзаменационный вопрос и баллы не зарабатывали.

Вопрос 3.

В целом на этот вопрос кандидаты отвечали достаточно хорошо и заработали проходной балл.

В части (a) от кандидатов требовалось рассчитать теоретическую цену акции до реализации прав. Большинство справились с задачей хорошо, набрав полный балл, применив верный курс пересчета евро в доллары и верно посчитав общее количество акций после выпуска прав, что обеспечило верный расчет теоретической цены.

В части (b) вопроса от кандидатов требовалось оценить эффект от инвестиции на прибыль на акцию и богатство акционеров. На этот вопрос большинство кандидатов также ответили хорошо. Был произведен расчет прибыли на акцию после получения финансирования и учли ожидаемый возврат на инвестицию. Хочу обратить внимание, что оценка могла быть произведена как в долларах, так и евро. Важно было не забыть перевести пересмотренную прибыль на акцию в функциональную валюту компании, т е доллары. Как только было получено верное значение пересмотренной прибыли на акцию, не сложно было рассчитать пересмотренную цену акции, умножив пересмотренную прибыль на акцию на P/E коэффициент. Разница между ожидаемой ценой на акцию и теоретической ценой дает рост богатства акционеров в расчете на одну акцию.

В части (с) от кандидатов требовалось объяснить разницу между трансляционным и транзакционным рисками. Подавляющее большинство справилось хорошо с объяснением, однако, далеко не все кандидаты сумели проиллюстрировать свое объяснение примером из задачи.

На часть (d) вопроса также большинство кандидатов ответили хорошо, набрав проходной балл. Несколько причин, по которым кандидаты теряли баллы: 1) иллюстрации методов не были подкреплены расчетами и 2) приводя список методов хеджирования (фьючерсы, опционы, свопы и т.д.) без объяснения каким образом тот или иной метод может помочь компании «Евроэкспресс».

Вопрос 4

Этот вопрос тестировал знания кандидатов в области управления оборотным капиталом компании. К моему великому сожалению, подавляющее большинство кандидатов не набрало проходной балл. Возможно, кандидаты не рассчитали время и просто не успели ответить. Хочу обратить внимание потенциальных кандидатов, что вопросам управления оборотным капиталом будет уделяться много внимания и на последующих экзаменах, т.к. эта тема является архиважной в финансовом менеджменте российских компаний.

В вопросе требовалось рассчитать стоимость текущей политики закупок, стоимость политики закупок, если компания внедрит EOQ и определить эффект от внедрения EOQ. Большинство кандидатов смогло правильно посчитать стоимость текущей политики закупок, но не смогли посчитать EOQ, что повлекло невозможность заработать дополнительный балл от расчета чистой экономии.

Для расчета текущей политики закупок необходимо было сложить стоимость заказа в год и стоимость содержания запасов на складе. Стоимость заказа в год основывалась на 12 заказах в год. Стоимость содержания запасов на складе основывалась на среднем уровне запасов на складе, включая страховой запас.

Для расчета стоимости закупочной политики при применении EOQ, кандидатам было необходимо рассчитать EOQ и пересмотренное в результате применения EOQ количество заказов в год, затем повторить расчеты из пункта (а. i), описанные выше. Многие кандидаты не смогли посчитать EOQ, в результате чего сразу 4 балла были потеряны из 7 возможных для пункта (а).

Пункт (b) вопроса 4. Кандидатам необходимо было посчитать чистую стоимость получения скидки 1% за раннее погашение задолженности перед поставщиком. Для этого было необходимо посчитать экономию при использовании скидки и дополнительные финансовые затраты из-за того, что платеж поставщику осуществляется на 30 дней ранее. Экономия затрат равна 1% от стоимости закупки в год, дополнительные финансовые затраты равны 5% от снижения кредиторской задолженности при переходе от отсрочки 60 дней к отсрочке 30 дней. Некоторые кандидаты, посчитав скидку, начали обсуждение о целесообразности ее принятия, хотя в вопросе такая задача не стояла. Соответственно, за дискуссию кандидатам не было добавлено ни одного балла.

Вопрос 4(с): от кандидатов требовалось объяснить, каким образом дисконтирование счетов и факторинг помогают управлять дебиторской задолженностью. Оказалось, что многие кандидаты не знакомы с понятием факторинг, а те, что знакомы, не всегда могли объяснить разницу между

дисконтированием счетов и непосредственно факторингом в управлении дебиторской задолженностью.

Хорошие ответы кратко объясняли понятия дисконтирования счетов и факторинга и далее вели дискуссию преимуществ, как это описано в предложенном варианте ответа. Оба метода, дисконтирование счетов и факторинг, дают ускорение притока денежных средств от дебиторской задолженности и помощь в закрытии кассового разрыва. К потенциальным преимуществам факторинга можно отнести экспертизу в управлении дебиторской задолженностью, снижение уровня сомнительных долгов, экономия времени менеджмента на отсутствии необходимости в управлении дебиторской задолженностью и возможная защита от невозврата долга.

Вопрос 4 (d).

Кандидатам было необходимо объяснить цели управления оборотным капиталом и его роль в финансовом менеджменте. Хорошие ответы включали прибыльность и ликвидность как основные цели управления оборотным капиталом, упоминали о конфликте между ними и далее фокусировались на центральной роли управления оборотным капиталом в финансовом менеджменте. Однако, часть кандидатов не смогла должным образом распределить время на экзамене между вопросами и не смогли хотя бы вкратце ответить на этот вопрос.