

# Отчет Экзаменатора

## Ф9 Финансовый Менеджмент (СРА Россия)

### Ноябрь 2014

Поздравляю кандидатов, которые сдали экзамен в ноябре 2014г.

Общие замечания к сдававшим в эту сессию:

- 1) Большинство кандидатов хорошо справлялись с расчетной частью, но не всегда умели объяснить и проанализировать результаты
- 2) Не умение 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) У некоторых кандидатов ответ на один вопрос был разбросан по всему буклету, что усложняло самому кандидату ответить на вопрос логично и полно, а экзаменатору доставляло хлопот с поиском ответов на один вопрос по всему буклету. Каждый экзаменационный вопрос построен логично и, зачастую, пункт b) вытекает из пункта a), поэтому отвечать на вопросы "вперемешку" не рекомендуется.
- 4) Не умении распределить время, чтобы уделить должное время всем вопросам (пропорционально количеству баллов)

Как всегда, 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.

Большинство кандидаттов хорошо справились с частями (a)(i), (b) и (c), однако не смогли справиться с (a)(ii) и не могли сфокусироваться при ответе на часть (d) вопроса.

**В части (a)** вопроса кандидатам необходимо было рассчитать стоимость капитала компании, используя метод роста дивидендов (МРД) и метод чистых активов.

Практически все кандидаты правильно посчитали стоимость акции компании с использованием МРД, но при этом некоторые кандидаты почему-то не умножили полученную стоимость акции на общее количество акций чтобы выйти на стоимость капитала. Некоторые кандидаты использовали текущую стоимость акции чтобы посчитать стоимость капитала, что, собственно, не требовалось делать и, более того, стоимость капитала была дана в условии задачи.

Большинство кандидатов очень плохо справились с частью (a)(i) вопроса – кандидаты не понимали значения «чистые активы» и указывали в ответе цифру 800 млн руб. Привилегированные акции относятся к приоритетному долговому капиталу и, соответственно, должны расцениваться как долгосрочные обязательства.

**В части (b)** от кандидатов требовалось рассчитать стоимость заемного капитала компании после налогообложения. Многие кандидаты набрали полный балл, они правильно рассчитали сумму процентов после налогообложения и использовали две ставки дисконтирования для определения двух значений текущей стоимости инвестирования в облигации. Затем, применив метод линейной интерполяции, рассчитали стоимость долга после налогообложения.

Ответы, не набравшие полный балл, включали в себя следующие ошибки:

- 1) Не верно использовали формулу линейной интерполяции
- 2) Арифметические ошибки

- 3) Для расчета IRR использовали две удаленные точки (например, при ставке дисконтирования 10% и 16%), что искажало результат
- 4) Использовали сумму процентов до налогообложения

**В части (с)** кандидатам необходимо было рассчитать средневзвешенную стоимость капитала компании. Таким образом, кандидатам необходимо было рассчитать рыночную стоимость обыкновенных акций, привилегированных акций и облигаций. Далее, используя рассчитанное в части (b) значение стоимости заемного капитала и, данное в условии, значение стоимости акционерного капитала, рассчитать WACC. С этой задачей кандидаты справились хорошо.

**В части (d)** от кандидатов требовалось обсудить факторы, которые необходимо учесть при формировании дивидендной политики для публичной компании. Вопрос был сформулирован таким образом, чтобы направить кандидатов на обсуждение дивидендной политики в реальной бизнес среде. От кандидатов ожидалось обсуждение таких факторов, как прибыльность, ликвидность, юридические и другие ограничения, потребность в финансировании, уровень финансового риска, «сигнальный» эффект дивидендов. К сожалению, ответы кандидатов на этот вопрос в большинстве своем были слабыми. Обычно не обсуждалось более двух факторов, обсуждения были не достаточными, формулировки расплывчатыми.

## **Вопрос 2.**

Это вопрос, за который кандидаты получили наименьшее количество баллов – менее 20% кандидатов набрали проходной балл по этому вопросу.

**В части (а)** вопроса кандидатам необходимо было оценить, какой источник финансирования предпочтителен для проекта – банковское финансирование приобретения оборудования или его аренда.

Для оценки наиболее выгодного метода финансирования кандидатам необходимо было выбрать более дешевый метод финансирования, т.е. необходимо было сравнить приведенную стоимость аренды с приведенной стоимостью банковского займа для осуществления покупки. Приведенные стоимости рассчитываются с использованием стоимости заемных средств в качестве ставки дисконтирования, причем ставки до налогообложения, т.к. в вопросе четко указано, что налогообложение игнорируется. Стоимость заимствования допустимо использовать в качестве ставки дисконтирования, т.к. мы сравниваем заем с арендой. Процентные платежи не являются релевантными денежными потоками, т.к. стоимость заимствования используется в качестве ставки дисконтирования.

Несмотря на то, что указанный выше метод оценки входит в программу курса CPA Россия «Финансовый менеджмент», подавляющее число кандидатов им не владеют. Некоторые кандидаты просто складывали денежные потоки, относящиеся к аренде или к заимствованию на протяжении операционной жизни актива и сравнивали полученные суммы между собой. При этом игнорировались временная стоимость денег и разные периоды движения денежных средств. Некоторые кандидаты указывали на невозможность дисконтирования, т.к. в условии не дана ставка дисконтирования, а некоторые кандидаты умалчивали о применении ставки «до налогообложения». Часть кандидатов не смогли дать объяснение используемому методу финансирования.

Расчетные ошибки включали: отнесение к неверному периоду арендных платежей, включение шести вместо пяти арендных платежей в расчет, включение процентных платежей и исключение стоимости закупки оборудования.

**В части (b)** вопроса необходимо было обсудить привлекательность аренды как источника краткосрочного и долгосрочного финансирования.

На удивление, не все ответы были хорошего качества, многие кандидаты вели обсуждение аренды как источника финансирования не анализируя ее на операционную и финансовую, некоторые кандидаты были убеждены, что финансовая аренда всегда дешевле банковского займа.

**В части (с)** вопроса кандидатам необходимо было обсудить возможность использования WACC в качестве ставки дисконтирования при оценке инвестиционных проектов.

Большинство кандидатов указывали верно на зависимость WACC от текущей структуры капитала и вида текущих операций, и, следовательно, от текущего финансового и предпринимательского риска, а также увязывали вышесказанное с возможностью использовать WACC в качестве ставки дисконтирования в оценке инвестиций, которые существенно не влияют на текущий финансовый и предпринимательский риски.

Дополнительные баллы также зарабатывали кандидаты, которые обсуждали ставки дисконтирования, откорректированные на риск, а также те кандидаты, которые указывали на связь WACC и присущие конкретным проектам ставки дисконтирования.

**В части (d)** вопроса необходимо было обсудить причины разницы в процентных ставках для займов с различными сроками погашения. Ожидалось, что кандидаты сфокусируются на структуре процентных ставок, кривых доходности, обсудят теории предпочтения ликвидности, теорию ожиданий и сегментации рынков. К сожалению, подавляющее большинство кандидатов не владели необходимыми знаниями для ответа на этот вопрос.

### **Вопрос 3.**

**В части (a)** этого вопроса, проанализировав приведенную информацию, кандидатам необходимо было определить, испытывает ли компания нехватку оборотного капитала из-за чрезмерного расширения. Хорошим началом ответа на этот вопрос было бы определение чрезмерного расширения и его признаков. Это позволило бы определить те коэффициенты, которые необходимо рассчитать для получения выводов о наличии проблемы чрезмерного расширения или об ее отсутствии.

К сожалению, более 50% кандидатов не набрали проходной балл по этому вопросу. Многие кандидаты рассчитывали всевозможные коэффициенты, но увязать с признаками наличия чрезмерного расширения не смогли, в ответах также присутствовали слабый анализ, многие кандидаты не сделали вывод.

В вопросе приведен ряд средних по отрасли коэффициентов. В большинстве ответов, кандидаты рассчитывали те же показатели для каждого из двух лет и использовали среднеотраслевые показатели для комментариев тренда в компании «Аквамарин». Поскольку чрезмерное расширение (недокапитализация) относится к увеличенной бизнес активности, сопровождающейся низким ростом капитала, в ответе необходимо было обратить внимание на поведение долгосрочного финансирования: на сколько его рост был соразмерим с ростом бизнес активности и не происходило ли его замещение краткосрочными формами – ростом кредиторской задолженности и овердрафтом. Посмотрите на обсуждение этого и других признаков чрезмерного расширения в предложенном варианте ответа.

**В части (b)** вопроса необходимо было обсудить общие черты и различия политики инвестирования в оборотный капитал и политики финансирования оборотного капитала.

Некоторые кандидаты в своих ответах отметили, что политика инвестирования в оборотный капитал является агрессивной, а политика финансирования – консервативной, что неверно.

Политика инвестирования в оборотный капитал связана с уровнем инвестиций в оборотные активы компании по сравнению с другими компаниями. Политика финансирования оборотного капитала определяет пропорции краткосрочного и долгосрочного финансирования оборотных активов. Поэтому, инвестиционная политика влечет за собой сравнение с другими компаниями, а финансовая политика включает внутренний анализ ситуации внутри одной компании. Обе политики, и финансирования, и инвестиционная могут быть агрессивными, умеренными и осторожными (консервативными). Уровень риска инвестиционной политики определяется относительным уровнем инвестиций в оборотный капитал. Агрессивность финансовой политики определяется соотношением долгосрочного и краткосрочного финансирования.

Из ответов кандидатов создалось впечатление отрицания возможности наличия агрессивной политики инвестиций в оборотный капитал в рамках одной компании и, в то же время, консервативной политики финансирования оборотного капитала и наоборот.

**В части (с)** вопроса необходимо было рассчитать максимальный остаток денежных средств и точку возврата в соответствии с моделью Миллера-Орра. В большинстве ответов эти расчеты были сделаны верно. Большинство кандидатов отметили необходимость инвестировать денежные средства при достижении верхней границы, однако далеко не все кандидаты продемонстрировали понимание необходимости удерживать денежные средства между верхней и нижней границами, т е важность точки возврата.

#### **Вопрос 4**

**В части (а)** вопроса от кандидатов требовалось посчитать NPV инвестиционного проекта в номинальном выражении и сделать вывод об экономической целесообразности проекта. Большинство кандидатов с этим заданием справились успешно. Правильные ответы дали слегка отрицательное значение NPV.

Большинство кандидатов правильно использовали стоимость капитала в номинальном выражении в качестве ставки дисконтирования для расчета NPV.

Комментарии об экономической целесообразности проекта Е правильно указывали на формальную экономическую нецелесообразность проекта ввиду отрицательности NPV. Более сильные кандидаты отмечали, что Совет Директоров видел проект Е стратегически важным для компании вне зависимости от знака NPV.

**В части (b)** вопроса кандидатам необходимо было посчитать максимальное значение NPV, которое компания могла получить при сумме инвестиций 20 млн руб.

Поскольку проект Е обязателен, остается только 10 млн на остальные проекты. Ограничение суммы инвестиций Советом Директоров поставило компанию в ситуацию финансового нормирования капитала. Поскольку все проекты делимы, их можно ранжировать с помощью индекса прибыльности, тем самым обеспечив оптимальное инвестиционное решение.

Большинство кандидатов с заданием справились успешно.

**В части (с)** вопроса необходимо было сделать предположения причины такого решения Совета Директоров. В целом, с этой частью вопроса кандидаты справились слабо.

Некоторые ответы опирались скорее на воображение кандидатов, чем на понимание «мягкого», или внутреннего регулирования капитала.

Баллы не присуждались за обсуждение жесткого нормирования капитала, поскольку вопрос предполагал обсуждение причин почему директора, а не провайдеры финансирования, приняли решение об ограничении суммы инвестиций.

Полезно вспомнить, что нормирование капитала означает, что богатство акционеров не максимизировано, как минимум, теоретически. Следовательно, лучшие ответы рассматривали причины, почему совет директоров:

- ✓ Принял решение против поиска дополнительного финансирования (акционерного, заемного)
- ✓ Принял решение против быстрой экспансии, приняв все проекты с положительным NPV
- ✓ Принял решение о создании внутреннего рынка проектов