

ОТЧЕТ ЭКЗАМЕНАТОРА

Финансовый менеджмент

Июнь 2015

Поздравляю кандидатов, успешно сдавших экзамен в июньскую сессию 2015г. В целом, успешные кандидаты продемонстрировали свое глубокое понимание курса, поскольку экзаменационные вопросы покрывали большую часть программы. Я надеюсь, что кандидаты, не преуспевшие в эту сессию, получили полезный опыт и их ожидает успех в следующую, осеннюю сессию.

Вопрос 1.

В части а) вопроса кандидатам было необходимо посчитать теоретическую цену акций после выпуска прав, а так же сумму финансирования, поднятого в результате выпуска прав. Подавляющее большинство кандидатов справились с расчетами хорошо. Однако, верные расчеты давали кандидатам только 2 балла, остальные 5 распределялись за умение оценить положительные и отрицательные стороны выпуска прав в контексте конкретной компании и сделать вывод о целесообразности данного источника финансирования.

К великому сожалению, подавляющее количество кандидатов не задалось вопросом: почему именно такая сумма должна была быть поднята в результате выпуска прав? Кто-нибудь в компании задался вопросом, а каковы же потребности финансирования компании? На какие цели компания ищет финансирование? Суммы полученного финансирования явно не хватает на рефинансирование существующих долговых обязательств. Некоторые кандидаты оценили финансовый рычаг и коэффициент покрытия до и после выпуска прав, однако не многие обратили внимание на тот факт, что улучшение показателей незначительное и финансовый риск компании остается много выше среднеотраслевого.

В части б) вопроса от кандидатов требовалось проанализировать и обсудить предложение финансового директора увеличить размер дивиденда на акцию на 20%. Большинство кандидатов верно посчитали увеличенное значение дивиденда на акцию, однако не смогли заработать баллы за аргументы в пользу или против такого решения.

В частности, необходимо было прокомментировать мнение финансового директора, что увеличение дивидендов повысит привлекательность компании. Размер дивидендов обычно регламентируется дивидендной политикой компании и далеко не факт, что увеличение дивидендов делает компанию более привлекательной для инвесторов.

Вполне возможно, что существующие акционеры вполне удовлетворены текущей дивидендной политикой. Можно также поспорить, что увеличение дивидендов без оглядки на потребности компании в финансировании оборотного капитала и инвестиций не является разумным решением: учитывая и без того чрезмерно высокий финансовый рычаг компании, привлекать дополнительные заемные средства чтобы увеличить выплату дивидендов вряд ли может быть рекомендовано. Другие аргументы приведены в ответе к этой задаче.

В части с) вопроса кандидатам необходимо было оценить предложение по выпуску облигаций на сумму 45 млн руб с целью их краткосрочного вложения до момента, пока появится стоящий вариант инвестирования этих средств.

От кандидатов ожидалось услышать, что финансирование необходимо поднимать только в том случае, если есть конкретная потребность в финансировании чего-то конкретного и, что привлекать долгосрочное финансирование на краткосрочные вложения, нецелесообразно ввиду дополнительных необоснованных процентных затрат. В случае нашей компании, имеющей и без того высокий финансовый рычаг, привлечение дополнительных 45 млн без последующего инвестирования в высокорентабельный проект увеличит и без того высокий финансовый риск компании.

В части (d) от кандидатов требовалось обсудить привлекательность операционной аренды как источника краткосрочного финансирования. В большинстве ответов было предложено объяснение операционной аренды, однако в ответах не хватало именно объяснения привлекательности ее как источника финансирования. Основные аргументы включали: арендные платежи уменьшают налогооблагаемую базу (нужно заметить что проценты по займам также уменьшают налогооблагаемую базу), гибкость операционной аренды и способность преодолеть проблему устаревания активов. В большинстве ответов не было дано сравнения операционной аренды с заимствованием для покупки.

Вопрос 2.

В части а) кандидатам необходимо было обсудить ключевые факторы, влияющие на уровень инвестиций в оборотные активы. То есть ожидалось, что кандидаты обсудят влияние длины операционного цикла, политику компании в области оборотного капитала, условия торговли и пр. Однако, подавляющее большинство кандидатов углубилось в обсуждение стратегии финансирования оборотного капитала в результате чего им не удалось набрать высокий балл по этому вопросу.

В части б) от кандидатов ожидалось обсуждение, каким образом факторинг и дисконтирование счетов могут оказать помощь в управлении дебиторской задолженностью. Некоторые кандидаты отметили, что факторинг помогает избавиться от сомнительных долгов, что в действительности не совсем так и верно только в случае факторинга без регресса. Факторинг предполагает передачу управления дебиторской задолженностью фактору, который представляет собой финансовый институт с соответствующим опытом в этой области. Фактор также предоставит финансирование компании в соответствии с суммой выставленных счетов за товары / услуги. Качество обсуждения дисконтирования счетов оказалось ниже, чем обсуждение факторинга. Хотелось бы порекомендовать кандидатам более детально изучить факторинг, поскольку он активно используется в России прежде всего производственными компаниями для управления дебиторской задолженностью с федеральными сетями.

В части с) кандидатам необходимо было рассчитать размер овердрафта, чистого оборотного капитала и общую стоимость финансирования оборотных активов.

Качество ответов было достаточно вариативно. Это говорит о том, что кандидатам необходимо не только выучить коэффициенты оборачиваемости, но и убедиться в понимании их экономического смысла. Также необходимо знать какие статьи баланса и ОпиУ необходимо брать в расчет. Много кандидатов не смогло посчитать оборачиваемость запасов в месяц при известной длине операционного цикла, средней оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженностей. Почему-то некоторые кандидаты забывали прибавить среднюю оборачиваемость кредиторской задолженности. Многие кандидаты не могли рассчитать уровень дебиторской задолженности зная ее оборачиваемость и уровень продаж в кредит. Некоторые кандидаты не включили в расчет овердрафт при расчете чистого оборотного капитала, что говорит о не знании структуры баланса.

В части d) кандидатам было необходимо посчитать общую стоимость запасов используя EOQ модель и оценить целесообразность принятия объемной скидки, предложенной поставщиком. Те кандидаты, которые хорошо ориентировались в переменных из EOQ модели, получили высокий

балл. Остальным кандидатам рекомендуется изучить модель, так как она часто экзаменуется в рамках бумаги по финансовому менеджменту.

Вопрос № 3.

В части а) кандидатам необходимо было посчитать WACC компании и большинство кандидатов заработало максимальное количество баллов. Однако, существует пара областей, где баллы были потеряны. Во-первых, некоторые кандидаты перепутали премию за риск с ожидаемой доходностью рыночного портфеля. Во-вторых, некоторые пытались посчитать стоимость долга методом линейной интерполяции, что делать не следовало. Поскольку рыночная стоимость долга равна его номиналу, стоимость долга равна процентной ставке по облигации. В-третьих, некоторые кандидаты не смогли посчитать рыночную стоимость долга и капитала.

В части б) кандидатам необходимо было рассчитать чистую приведенную стоимость инвестиции после подготовки прогноза движения денежных средств в номинальном выражении и после налогообложения.

Основные ошибки были следующие:

- 1) Большинство кандидатов не учло возврат инвестиции в оборотный капитал в конце проекта
- 2) Не всегда были учтены инкрементные инвестиции в оборотный капитал
- 3) Некоторые кандидаты не верно посчитали чистые денежные потоки по налогу на прибыль и /или отнесли их к неверным временным периодам

В части с) кандидатам необходимо было ответить на вопрос, каким образом CAPM модель может быть использована для расчета ставки дисконтирования, присущей конкретному проекту. Также необходимо было обсудить слабые стороны модели CAPM в оценке инвестиций.

Несмотря на то, что много кандидатов смогли сформулировать слабые стороны модели CAPM, формулировки носили общий характер и не фокусировались на применении модели именно к оценке инвестиционных проектов. Это, в первую очередь, выжалось в неспособности кандидатов правильно объяснить, каким именно образом CAPM можно использовать для расчета ставки дисконтирования, присущей конкретному проекту (прокси-компания, корректировка бета на финансовый рычаг, присущий проекту, расчет ставки дисконтирования, присущей проекту с использованием формулы CAPM). Некоторые ответы были очень лаконичны. Все это не позволила большинству кандидатов набрать максимум доступных баллов.

Вопрос №4.

Этот вопрос вызвал затруднения у большинства кандидатов. Вероятнее всего, кандидаты не смогли распределить правильно время и на этот вопрос времени практически не осталось.

В части а) вопроса кандидатам необходимо было посчитать NPV проекта А, принимая во внимание инфляцию и налогообложение.

Большинство кандидатов инфлировали правильно отпускную цену, расходы на продажу и переменные затраты и, соответственно, верно посчитали денежные потоки до налогообложения в каждом году четырехлетнего периода, как и требовали директора компании. Некоторые кандидаты не учли, что налоговые денежные потоки должны учитываться на год позже, как того требует условие задачи. Некоторые кандидаты рассчитали верно налоговые выгоды, возникающие в результате учета налоговой амортизации, но не учли балансирующее значение остаточной стоимости, уменьшающей налоговую базу в конце 4-го года (в соответствии с политикой

директоров компании). Директора также настаивали на том, что ликвидационная стоимость не принимается в расчет.

Учет оборотного капитала (первоначальная инвестиция, инкрементные инвестиции и возврат инвестиции в оборотный капитал в конце проекта) также оказался проблемой для многих кандидатов. В решении этой задачи необходимо было учесть требование директоров не включать в расчеты возврат инвестиции в рабочий капитал.

Расчитанные денежные потоки – в номинальном выражении, поэтому и ставку дисконтирования нужно использовать такую же: после налогообложения и в номинальном выражении. Однако некоторые кандидаты дополнительно пытались рассчитать ставку дисконтирования, что в конечном итоге приводило к неверному ответу и потере баллов.

NPV проекта A получился отрицательным, поэтому проект экономически нецелесообразен.

В части b) кандидатам было необходимо критически обсудить подход директоров к оценке инвестиционных проектов. Видение директоров включало использование либо срока окупаемости, либо ROCE, горизонт оценки 4 года для всех проектов, игнорирование ликвидационной стоимости и возврата инвестиций в оборотный капитал в конце проекта, а также учет балансирующего значения амортизации в конце 4-го года в расчете налога на прибыль.

Несмотря на то, что часть b) вопроса требовала критической оценки, много кандидатов просто посчитали срок окупаемости и ROCE проекта A. Поскольку такая задача не ставилась, кандидаты за свои расчеты баллы не получили. Некоторые кандидаты ограничили свое обсуждение только сроком окупаемости и ROCE, что также лишило их части возможных баллов.

Видение директоров не соответствовало теоретически правильной оценке проекта A с использованием релевантных денежных потоков. Соответственно критическая оценка видения директоров и должна была фокусироваться на этом.

Часть c) вопроса предполагала расчет стоимости капитала, присущего проекту B. Необходимо было откорректировать бета капитала прокси-компании, чтобы получить бета актива, далее учесть финансовый рычаг инвестирующей компании и использовать CAPM модель для получения ставки дисконтирования, присущей проекту. К сожалению, ни один из кандидатов с этим вопросом не справился.