Модельный ответ

Раздел A

1 A и E

Необходимо найти баланс между поддержанием достаточного объема денежных средств для финансирования повседневной деятельности и минимизацией неиспользуемых денежных остатков с целью повышения доходности инвестиций.

Овертрейдинг часто возникает, когда компания слишком быстро наращивает объёмы деятельности при недостаточном оборотном капитале. Это приводит к увеличению дебиторской задолженности и запасов, в которых замораживаются денежные средства.

Применение консервативного подхода к управлению оборотным капиталом приведёт к снижению, а не повышению рентабельности.

Более высокий коэффициент текущей ликвидности может свидетельствовать о неэффективности управления оборотным капиталом, например о наличии избыточных запасов или неиспользуемых денежных средств, а не о более эффективном управлении оборотным капиталом.

Коэффициент текущей ликвидности является показателем ликвидности, а не рентабельности или эффективности деятельности компании.

2 B и C

Важно, чтобы уровень бизнес-риска не изменился, поскольку средневзвешенная стоимость капитала (WACC) отражает средний уровень риска операций компании.

Если новый инвестиционный проект реализуется в той же отрасли, вероятно, он подвержен аналогичным бизнес-рискам. Это означает, что соответствующий уровень риска уже учтён в WACC компании.

Чтобы использовать текущую WACC в качестве ставки дисконтирования для нового проекта, необходимо также, чтобы принятие проекта не привело к изменению финансового риска компании. Если проект полностью финансируется за счет заемного капитала, соотношение заемного и собственного капитала изменится, поэтому в таком случае текущая WACC не будет подходящей ставкой дисконтирования.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

3 Период хранения запасов - 51 день

Период погашения дебиторской задолженности - 61 день

Период хранения запасов = ($226 млн/$1,612 млн) x 365 = 51 день

Период погашения дебиторской задолженности = ($417 млн/(0.9 x $2,780 млн)) x 365 = 61 день

4 Средняя степень - $6.20

Сильная степень - $6.00

В условиях средней степени эффективности рынков оценка рыночной стоимости акций базируется на информации о прошлой динамике цен, а также опубликованной общедоступной информации.

Сегодня после публикации информации цена акций отреагирует на NPV продукта B. Ожидается, что рост стоимости компании составит $160 млн /800 млн акций = $0.20 на акцию. Таким образом, цена акции вырастет до $6.20.

На рынке с сильной степенью эффективности цена акции отражает историческую, опубликованную и инсайдерскую информацию. Текущая цена акции в $6.00 уже учитывает NPV обоих новых продуктов, поскольку решение об их запуске было принято два дня назад, и поэтому она останется без изменений.

5 B

Менеджеры избегают долгового финансирования поскольку более низкие процентные платежи повышают уверенность менеджеров в сохранении рабочих мест. Такая ситуация является примером проблемы агентских отношений. Такое решение отвечает исключительно интересам агента (то есть менеджеров), мотивированных повысить собственную уверенность в сохранении рабочих мест, и не соответствует интересам принципала (то есть акционеров).

Корректировка поставщиками своей структуры затрат и ценовой политики не противоречит интересам компании, которой они поставляют товары или услуги.

Разногласия между группами акционеров относительно дивидендной политики являются примером конфликта интересов между заинтересованными сторонами, выступающими в роли принципалов компании. Давление со стороны фондового рынка, побуждающее компании добиваться краткосрочной прибыли, является примером ориентации на краткосрочные результаты, но не относится к проблеме «принципал - агент».

6 B

Дивиденды к выплате = $0.80 x 0.55 = $0.44 на акцию

Коэффициент удержания прибыли = 100% – 55% = 45%

Темп роста дивидендов = 45% x 20% = 9% в год

k_e = ($0.44 x 1.09)/($4.60 – $0.44) + 0.09 = 20.5%

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

7 $116,299

Приведенная стоимость одного цикла в $:

	$
Инвестиции	(450,000)
Эксплуатационные расходы	(82,280)
Перепродажа	25,800
Итого	(506,480)

Для каждого шестилетнего цикла используется шестилетний фактор аннуитета при ставке 10%:

Эквивалентные годовые затраты = 506,480/4.355 = $116,299 (с округлением до целого доллара).

8 D

Стимулирующая фискальная политика предполагает снижение налогов и увеличение государственных расходов. Оба этих фактора, вероятно, приведут к росту располагаемых доходов населения, что, в свою очередь, увеличит спрос на предметы роскоши, выпускаемые компанией.

Снижение процентных ставок является следствием стимулирующей денежно-кредитной политики, а не стимулирующей фискальной политики. Повышение налоговых ставок, напротив, характерно для сдерживающей фискальной политики.

9 $7.08

Минимальная стоимость облигации (нижнее ограничение) представляет собой приведенную стоимость денежных потоков при погашении облигации без конвертации. Конвертация сегодня означает получение 15 акций. Разделив минимальную стоимость на количество акций, получаемых инвестором при конвертации, мы получаем минимальную цену акции, при которой инвесторы осуществят конвертацию своих облигаций (т.е. $106.20/ 15 акций = $7.08 за акцию).

10 C и D

Финансовый посредник находится между вкладчиками и заемщиками, и одна из его основных ролей заключается в трансформации определенных характеристик средств, передаваемых от вкладчиков заемщикам. Например, банки могут привлекать краткосрочные средства (клиенты могут снять депозиты в любое время), но выдавать долгосрочные кредиты (ипотеку). Это называется трансформацией сроков погашения. Банки также снижают риск для вкладчиков путем диверсификации кредитов среди множества заемщиков, что представляет собой трансформацию риска.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

11 A

Трансляционный риск возникает тогда, когда компания имеет активы и/или обязательства, номинированные в иностранной валюте, и их необходимо пересчитать в валюту представления при составлении финансовой отчетности.

Поскольку валютные курсы изменяются с течением времени, существует риск того, что курс на дату составления финансовой отчетности будет отличаться от курса, действовавшего на дату первоначального признания активов и (или) обязательств. Это означает, что отраженная в финансовой отчетности стоимость таких активов и (или) обязательств может увеличиться или уменьшиться, даже если в операционной деятельности компании не произошло никаких изменений.

12 Шаг 1 – Рассчитать приведенную стоимость ожидаемого платежа в долларах США
Шаг 2 – Привлечь сегодня заемные средства в евро в необходимом размере
Шаг 3 – Конвертировать евро в доллары по спот-курсу
Шаг 4 – Разместить доллары США на депозите
Шаг 5 – Произвести платеж поставщику за счет средств, полученных от долларового депозита

Вот шаги, которые компания Horan Co должна предпринять для хеджирования платежа в долларах США своему поставщику с помощью инструментов денежного рынка.

13 B

Это следует из самого определения денежного рынка, поскольку он обеспечивает возможность краткосрочного привлечения и предоставления заемных средств. Крупные компании осуществляют выпуск новых акций и облигаций на рынке капитала, а не на денежном рынке. Обмен иностранных валют осуществляется на валютном рынке. Менее регулируемый рынок торговли акциями небольших компаний также относится к рынку капитала.

14 2.75 года

Период окупаемости - это время, необходимое для возмещения первоначальной стоимости инвестиций, рассчитываемое как момент времени, когда накопленные денежные притоки будут равны инвестиционным затратам. Для проекта компании Fleece Co это произойдет между вторым и третьим годами.

Возврат через 2 года: $300,000 + $600,000 = $900,000
Остаток к возврату в третьем году: $1,500,000 - $900,000 = $600,000
Таким образом, срок окупаемости = 2 года + $600,000/$800,000 = 2.75 года

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

15 A и C

Согласно традиционному подходу, привлечение заемного капитала в структуру капитала организации приводит к снижению WACC, поскольку заемный капитал дешевле собственного. Существует оптимальная структура капитала, при которой преимущества использования более дешевого заемного капитала перевешивают рост стоимости собственного капитала, а средневзвешенная стоимость капитала достигает минимального значения.

Стоимость собственного капитала компании возрастает по мере увеличения ее финансового рычага из-за роста финансового риска, который несут акционеры.

Первоначально стоимость заемного капитала остается относительно стабильной, однако по мере дальнейшего роста рычага стоимость долга начинает расти из-за увеличения риска дефолта.

Традиционный подход не имеет теоретического обоснования. В действительности именно теория Модильяни-Миллера основана на арбитражных операциях.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

Раздел B

16 Выгоду и $12,000

При использовании месяцев в качестве основы для расчетов Amax Co получит **выгоду** от принятия предложения о скидке за оптовую закупку от Bard Co в размере **$12,000**.
Экономия затрат на размещение заказов = $250 x (12 – 4) заказов = $2,000 в год
Увеличение затрат на хранение запасов = $1 x [(60,000/2) – (20,000/2)] = $20,000 в год
Закупочная цена Компонента X = $25.00 за единицу
Годовая экономия на скидке = 240,000 x $25 x 0.005 = $30,000 в год
Выгода от принятия скидки = $2,000 – $20,000 + $30,000 = $12,000 в год

17 $48,000

Скидки за досрочную оплату предоставляются исходя из стоимости закупок, поэтому сначала необходимо рассчитать годовой объем закупок:

Годовые закупки Компонента M = $3.2 млн x (360/72) = $16,000,000 в год

Пересмотренная торговая кредиторская задолженность = $16 млн x 30/360 = $1,333,333
Увеличение затрат на финансирование = 0.06 x ($3,200,000 – $1,333,333) = $112,000 в год
Экономия на скидке = $16 млн x 0.01 = $160,000 в год
Выгода = $160,000 – $112,000 = $48,000 в год

18 C

Утверждение 2 верно. Скидки за досрочную оплату стимулируют покупателей быстрее погашать задолженность, что способствует улучшению ликвидности Amax Co. Однако при этом сокращается рентабельность продаж, поскольку предоставление скидки уменьшает сумму выручки, получаемой от каждой продажи.

Судебные иски против должников, задерживающих оплату, могут в определённой степени негативно повлиять на ликвидность Amax Co в краткосрочной перспективе. Однако в долгосрочной перспективе их влияние, вероятнее всего, будет положительным, поскольку судебные разбирательства ускорят процесс взыскания задолженности и будут сдерживать задержки платежей в будущем.

В условиях высокой конкуренции ужесточение кредитных лимитов, вероятно, приведет к потере доли рынка, поскольку покупатели могут легко переключиться на других поставщиков. Следовательно, эта часть утверждения верна. Однако по оставшимся клиентам дебиторская задолженность будет быстрее конвертироваться в денежные средства. Поскольку период погашения дебиторской задолженности является непосредственным компонентом операционного денежного цикла, его сокращение приведёт к уменьшению общей продолжительности денежного цикла, а не к его увеличению.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

19 Утверждение 1 – НЕВЕРНО
Утверждение 2 – НЕВЕРНО
Утверждение 3 – ВЕРНО

Централизация казначейских операций снижает автономию подразделений, поскольку принятие финансовых решений переносится на более высокий уровень, а именно, к центральному органу управления, а единые стандартизированные правила заменяют самостоятельность местных подразделений. В результате у местных руководителей будет меньше стимулов к эффективной работе из-за утраты самостоятельности, а Amax Co станет менее гибко реагировать на потребности отдельных регионов.

В результате изменения политики затраты на хеджирование валютного риска должны снизиться, поскольку централизованный казначейский отдел сможет добиться сокращения транзакционных издержек за счёт увеличения масштаба операций, взаимозачёта валютных позиций, более высокой экспертизы и возможностей внутреннего хеджирования.

20 C и D

Умеренная стратегия или стратегия соответствия предполагает финансирование переменных оборотных активов за счёт краткосрочных источников финансирования. В рамках этой стратегии срок привлечения финансирования соответствует сроку использования актива, а переменные оборотные активы по своей природе носят краткосрочный характер.

Консервативная стратегия предполагает финансирование всех постоянных оборотных активов и части переменных оборотных активов за счет долгосрочных источников финансирования. Это позволяет минимизировать риск рефинансирования и возникновения кризисов ликвидности.

Агрессивная стратегия направлена на максимизацию прибыльности за счёт снижения ликвидности.

Краткосрочное финансирование обходится дешевле долгосрочного, поскольку связано с меньшим кредитным риском и меньшей неопределенностью для кредиторов. Поэтому кредиторы требуют более низкой доходности по сравнению с долгосрочным финансированием.

21 $18.9 млн

Каждая 6% облигация оценивается в $6/0.07 = $85.71
Значит, общая рыночная стоимость облигаций = $22 млн x $85.71/100 = $18.9 млн

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

22 B

Конверсионная стоимость = текущая цена акции × коэффициент роста цены акции за семь лет × количество акций, получаемых при конвертации:
$\$6.75 \times 1.05^7 \times 15 = \$142.47$

Поскольку стоимость конвертации превышает стоимость погашения облигации через восемь лет, инвесторы предпочтут конвертировать облигации в акции. Используя таблицы коэффициентов приведенной стоимости и аннуитета (9%, семь лет), получаем:
Рыночная стоимость одной облигации = ($8 × 5.033) + ($142.47 × 0.547) = $118.20.

23 C

Привилегированные акции может быть сложно оценить, если по ним выплачиваются дивиденды по переменной ставке, поскольку такой поток доходов трудно прогнозировать.

При оценке привилегированных акций налоговая ставка не учитывается.

В отличие от традиционного долгового финансирования, привилегированные акции не являются налогово-эффективным способом привлечения капитала, поскольку выплачиваемые по ним дивиденды не уменьшают налогооблагаемую прибыль компании.

Погашаемые привилегированные акции классифицируются как долговые обязательства в отчёте о финансовом положении компании.

24 A

Цена акций компании может вырасти даже в случае сокращения дивидендов. Это возможно, если рынок ожидает будущего роста компании, несмотря на сокращение дивидендов или, возможно, именно вследствие него.

Программа обратного выкупа акций приведёт к сокращению количества выпущенных акций и, следовательно, снизит их ликвидность на рынке, а не повысит.

Инвесторы не обязательно реагируют рационально и часто чрезмерно реагируют как на хорошие, так и на плохие новости.

Теория случайного блуждания утверждает, что изменения цен на акции не поддаются прогнозированию, независимо от того, является ли рынок со слабой, средней или сильной степенью эффективности.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

25 D

Эффект моментума (инерции цен), предполагающий, что инвесторы могут покупать акции, полагая, что наблюдавшийся в последнее время рост их цен продолжится, исходит из психологии инвесторов и их поведенческих искажений.

Аномалии цен на акции действительно подрывают теорию совершенного рынка капитала, и аналогично, пузыри на фондовом рынке являются примером иррационального, а не рационального поведения инвесторов.

Определение внутренней стоимости с помощью глубокого анализа данных более характерно для фундаментальных инвесторов, нежели для шумовых трейдеров. Шумовые трейдеры обычно ассоциируются с решениями, продиктованными «шумом», например, рыночными настроениями, ажиотажем в социальных сетях, слухами и сплетнями. Таким образом, шумовые трейдеры склонны принимать необоснованные, а не выверенные инвестиционные решения.

26 C

Метод чистой стоимости реализации (NRV) оценивает ликвидационную стоимость бизнеса следующим образом:

NRV = оценочная NRV активов – оценочная NRV обязательств
Оценочная NRV активов = $1,350 млн – ($768 млн – $600 млн) – ($192 млн x 0.1) – $30 млн - $105 млн = $1,027.8 млн
Таким образом, NRV = $1,027.8 млн - $662 млн = $365.8 млн

Примечание: поскольку данный метод предполагает, что бизнес ликвидируется, а его активы распродаются для погашения обязательств Bluebell Co, внутренне созданный гудвилл не учитывается при расчете чистой стоимости реализации активов.

27 $1,875 млн

Рыночная стоимость = годовая прибыль / доходность по прибыли
Доходность по прибыли = EPS / цена акции или 1/ соотношение PE
Таким образом, доходность по прибыли = 1/12.5 = 8%
Таким образом, рыночная стоимость = $150 млн/0.08 = $1,875 млн

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

28 Утверждение 1 – ВЕРНО
Утверждение 2 – НЕВЕРНО
Утверждение 3 – ВЕРНО
Утверждение 4 – НЕВЕРНО

Верно, что методы оценки на основе активов полезны при поглощениях с целью последующей распродажи активов приобретаемой компании. Таким образом, учитываются только материальные активы, а не доходы. Следовательно, будущие перспективы роста Bluebell Co во внимание не принимаются.

Хотя высококвалифицированный персонал является ключевым активом, он не может быть включен в оценку на основе активов, поскольку у него нет реализуемой стоимости. Кроме того, не существует никакой взаимосвязи между оценкой на основе активов и стоимостью капитала Bluebell Co.

29 B и E

Bluebell Co будет вынуждена заплатить более высокую цену за одну акцию для получения контроля над Dandelion Co, поскольку контрольный пакет дает покупателю право определять будущую стратегию, операционную деятельность и, в конечном счете, денежные потоки компании.

Коэффициент P/E конкурента Bluebell Co следует скорректировать в сторону понижения, если он используется для оценки Dandelion Co - непубличной компании, чтобы учесть премию за ликвидность и более высокий спрос инвесторов, характерный для акций, обращающихся на бирже.

Даже если все акции компании принадлежат небольшому числу акционеров, это не означает, что оценить стоимость частной компании проще, чем компании, акции которой котируются на фондовой бирже. Напротив, оценка стоимости компаний, акции которых котируются на бирже, проще, поскольку для их акций существует общедоступная рыночная котировка. Хотя выплата дивидендов акциями позволяет компании сохранить денежные средства, это не влияет на ликвидность ее акций.

Акции компаний, не котирующихся на фондовой бирже, не торгуются с премией по отношению к акциям аналогичных компаний, котирующихся на бирже, а стоимость собственного капитала таких компаний не является более низкой. В действительности, скорее всего, наблюдается обратная ситуация, поскольку акции компаний, не котирующихся на бирже, нельзя легко купить или продать.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

30 C

Низкий объем торгов считается одним из проявлений несовершенства рынка, поскольку он создает ситуацию, при которой цены активов не отражают точно или своевременно всю доступную информацию.

Чрезмерная реакция на неожиданную новость считается одним из проявлений несовершенства рынка, поскольку на совершенном рынке изменение цены акции должно основываться на рациональной оценке влияния этой новости на будущие денежные потоки. Чрезмерная реакция возникает, когда страх или эйфория начинают преобладать над рациональными суждениями, в результате чего цена акции изменяется значительно сильнее, чем можно было бы ожидать на основании рационального анализа.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

Раздел C

31 (a) Оценка инвестиционного проекта (LP500)

Год	1	2	3	4	5
	$'000	**$'000**	**$'000**	**$'000**	**$'000**
Выручка (P1)	1,890	1,985	2,084	2,188	
Переменные затраты (P1)	-1,112	-1,146	-1,180	-1,216	
Постоянные затраты	-309	-318	-328	-338	
Налогооблагаемый денежный поток	**469**	**521**	**576**	**634**	
Налог по ставке 20%		-94	-104	-115	-127
Вычет по налоговой амортизации (P2)		75	56	42	102
Посленалоговый денежный поток	**469**	**502**	**528**	**561**	**-25**
Оборотный капитал (P3)	-3	-3	-3	109	
Остаточная стоимость				125	
Чистый денежный поток	**466**	**499**	**525**	**795**	**-25**
Фактор дисконтирования по 12%	0.893	0.797	0.712	0.636	0.567
Приведенная стоимость PV	**416**	**398**	**374**	**506**	**-14**

	$'000
PV будущих денежных потоков	1,680
Прекращение проекта LP499	(70)
Первоначальные инвестиции	(1,500)
Первоначальный оборотный капитал	(100)
Чистая приведенная стоимость (NPV)	**10**

Рекомендация:
Ожидаемая NPV является положительной, что означает, что запуск продукта увеличит благосостояние акционеров на $10,000 в случае его одобрения.

Таким образом, проект LP500 следует принять.

Рабочие расчеты:

P1 – Выручка и переменные затраты

Год	1	2	3	4
Цена реализации ($)	90.00	90.00	90.00	90.00
С инфляцией 5% в год ($)	94.50	99.23	104.19	109.40
Продажи (000 единиц/год)	20	20	20	20
Итого выручка ($'000)	**1,890**	**1,985**	**2,084**	**2,188**

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

Ожидаемые переменные затраты/единица ($)	54.00	54.00	54.00	54.00
С инфляцией 3% в год ($)	55.62	57.29	59.01	60.78
Продажи (000 единиц/год)	20	20	20	20
Итого переменные затраты ($'000)	**1,112**	**1,146**	**1,180**	**1,216**

Ожидаемые переменные затраты = $40 x 0.2 + $50 x 0.4 + $60 x 0.2 + $70 x 0.2 = $54

P2 – Вычет по налоговой амортизации

Год	**1**	**2**	**3**	**4**
	$'000	**$'000**	**$'000**	**$'000**
Налоговая амортизация 25%	375	281	211	508
Налоговый вычет 20%	75	56	42	102

Примечание: Налоговая амортизация в Год 4 = $1,500 - $375 - $281 - $211 - $125 = $508

P3 – Оборотный капитал

Год	**0**	**1**	**2**	**3**
	$'000	**$'000**	**$'000**	**$'000**
Требуемый оборотный капитал	100			
С инфляцией 3%		103	106	109
Приростной денежный поток	-100	-3	-3	-3

(b) Расчеты чистой приведенной стоимости включают только релевантные (приростные) денежные потоки. Это те денежные потоки, которые возникают непосредственно в результате принятия решения о реализации проекта.

В данном случае чистые затраты в размере $70,000 связаны с прекращением выпуска другого продукта, а именно LP499. Однако эти расходы возникают исключительно из-за решения о запуске продукта LP500. Несмотря на то что эти затраты относятся к другому продукту, они все равно являются приростным денежным потоком для проекта LP500 и поэтому должны быть включены в расчет чистой приведенной стоимости проекта LP500.

Затраты на исследование рынка напрямую связаны с продуктом LP500 и предоставили ценную информацию о спросе, но они уже были понесены. Независимо от того, будет ли проект запущен или нет, эти расходы уже осуществлены и не могут быть возмещены. Следовательно, это нерелевантные затраты, поскольку они не являются денежным потоком, возникающим в результате решения о реализации проекта. Это справедливо даже несмотря на то, что расходы на маркетинговое исследование напрямую связаны с запуском продукта LP500. По этой причине данные затраты не должны включаться в расчет чистой приведенной стоимости.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

(c) Субъективные вероятности

Оценки вероятностей были определены на основе профессионального суждения директора по производству. Хотя использование экспертных оценок предпочтительнее полного отсутствия оценок вероятностей, что могло бы привести к еще большей неточности, такие оценки не основаны на статистических данных о частоте наступления событий и поэтому не обладают статистической надежностью.

Более того, даже если бы такие данные имелись, частота наступления событий и их вероятность в прошлом необязательно отражали бы соответствующие показатели в будущем. Вероятности, использованные для расчета ожидаемых переменных затрат, основаны исключительно на суждении директора по производству, что ставит под сомнение достоверность рассчитанной ожидаемой величины.

Вариативность результатов

При принятии решения не учитывается разброс возможных результатов, поскольку ожидаемая величина переменных затрат в размере $54 на единицу продукции не дает представления о значениях затрат при наиболее благоприятном и наиболее неблагоприятном сценариях ($40 и $70 соответственно). Существует вероятность 40% (20% + 20%) того, что переменные затраты превысят $54 на единицу продукции. Если это произойдет, влияние на NPV проекта может быть существенным. Например, при переменных затратах в размере $60 на единицу продукции общая сумма переменных затрат после налогообложения увеличится на $96,000 в год (20,000 × ($60 – $54) × 0.8). Даже без учета дисконтирования это, по-видимому, указывает на то, что NPV проекта станет отрицательной. В таком случае Gini Co отказалась бы от реализации проекта.

Отношение к риску

Совет директоров не склонен к риску, поскольку считает, что такой подход позволит обеспечить финансовую устойчивость компании.

Ранее отмеченная проблема, связанная с разбросом возможных результатов, также означает, что при принятии решения не учитывается отношение совета директоров к риску. Если бы совет директоров принял во внимание существенную вероятность получения отрицательной NPV, он мог бы отказаться от реализации проекта, особенно с учетом своей несклонности к риску. С другой стороны, при большей готовности принимать риск Gini Co могла бы охотнее согласиться на реализацию проекта, особенно учитывая вероятность 60% того, что переменные затраты на единицу продукции окажутся ниже $54, что приведет к дополнительному увеличению NPV проекта.

Средние долгосрочные значения

Ожидаемая величина, по сути, представляет собой среднее значение, которое может быть получено в долгосрочном периоде при достаточно большом количестве повторений. Следовательно, ожидаемая величина необязательно соответствует

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

одному из возможных результатов. В частности, для проекта LP500 переменные затраты в размере $54 на единицу продукции не являются ни одним из возможных значений. Кроме того, не указано, будет ли изменчивость переменных затрат носить регулярный, повторяющийся характер или речь идет о разовом явлении, которое может прекратиться, например, в следующем году. В последнем случае переменные затраты могут оставаться стабильными в течение оставшихся трех лет реализации проекта.

Примечание экзаменатора: требуется раскрыть только три ограничения.

32 (a) Форвардное соглашение о процентной ставке (FRA)

Clarence Co выберет FRA 3–10 со ставкой 5.8%, поскольку компания планирует привлечь заемные средства через три месяца на семь месяцев

Если базовая ставка вырастет на 0.5% до 5.9%:

Фактическая ставка по займу: 5.9% + 0.4%	6.3%
Минус поступление от банка: 5.9% - 5.8%	(0.1%)
Эффективная годовая ставка	**6.2%**

Если базовая ставка снизится на 0.5% до 4.9%:

Фактическая ставка по займу: 4.9% + 0.4%	5.3%
Плюс платеж банку: 5.8% - 4.9%	0.9%
Эффективная годовая ставка	**6.2%**

Примечание. Независимо от повышения или снижения базовой процентной ставки эффективная годовая процентная ставка будет равна ставке FRA плюс 0.4%, то есть 5.8% + 0.4% = 6.2%.

Внебиржевые (OTC) процентные опционы

Процентный опцион на верхнее ограничение на процентную ставку («кэп») предусматривает выплату, если процентная ставка превышает цену исполнения опциона. Таким образом, опцион «кэп» позволяет Clarence Co хеджировать риск увеличения затрат на обслуживание заемного капитала.

Процентный опцион на нижнее ограничение на процентную ставку («флор»), напротив, предусматривает выплату только при снижении процентных ставок. Поэтому такой опцион не обеспечивает хеджирования риска Clarence Co, поскольку компания планирует привлечь кредит и обеспокоена возможным повышением процентных ставок.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

Базовая ставка	5.9%	4.9%
Внебиржевой опцион	5.4%	5.4%
Исполнение?	**Да**	**Нет**
Эффективная годовая ставка (без учета кредитного спреда и премии)	5.4%	4.9%
Плюс 0.4% надбавка по займу для Clarence Co	0.4%	0.4%
Плюс премия по опциону	0.6%	0.6%
Эффективная годовая ставка	**6.4%**	**5.9%**

(b) Пятимесячный форвард

$3,189,750/$1.1610 за € = €2,747,416

Валютные фьючерсы

Для определения стратегии хеджирования необходимо учитывать направление движения валютных потоков. После получения оплаты от клиента Clarence Co потребуется продать доллары США ($) и купить евро (€). Поскольку фьючерсный контракт заключен на евро, стратегия хеджирования будет следующей:

Покупка € фьючерсов

Количество контрактов = ($3,189,750/$1.1599 за €)/€125,000 = 22

Clarence Co откроет позицию на фьючерсном рынке (то есть купит фьючерсные контракты) 1 февраля по фьючерсному курсу $1.1599 за €1, а затем закроет эту позицию (то есть продаст фьючерсные контракты) 30 июня по фьючерсному курсу $1.1518 за €1. Это приведет к возникновению убытка на фьючерсном рынке, который рассчитывается следующим образом:

Убыток = ($(1.1599 - 1.1518) за €) x 22 x €125,000 = $22,275

Таким образом, чистые поступления в € = ($3,189,750 - $22,275)/$1.1521 за € = €2,749,306

(c) Целесообразность методов хеджирования процентного риск

Преимущество форвардного соглашения о процентной ставке (FRA) и внебиржевого процентного опциона (OTC) заключается в возможности согласования их условий с индивидуальными потребностями Clarence Co. Однако оба инструмента сопряжены с риском контрагента. Этот риск может вызывать больше опасений в случае FRA, поскольку соглашение было заключено с другой авиакомпанией, тогда как внебиржевой опцион был заключен с банком, специализирующимся на структурировании внебиржевых производных финансовых инструментов. Таким образом, контрагентами по этим инструментам выступают организации принципиально разного типа, что имеет значение для оценки рисков, которым подвергается Clarence Co.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

FRA позволяет зафиксировать эффективную годовую процентную ставку на уровне 6.2% независимо от изменений базовой процентной ставки в течение года. Это устраняет неопределенность в отношении будущих затрат на обслуживание заемного капитала и способствует стабилизации ухудшающегося положения Clarence Co с ликвидностью благодаря повышению точности прогнозов денежных потоков и надежности прогнозов прибыли. По сути, FRA позволяет Clarence Co отказаться от потенциальной выгоды в случае благоприятного изменения процентных ставок в обмен на защиту от риска неблагоприятного изменения ставок.

Поскольку внебиржевой опцион предоставляет право, но не обязательство его исполнения, Clarence Co получает защиту от риска неблагоприятного изменения процентных ставок, сохраняя при этом возможность извлечь выгоду из их благоприятного изменения. Например, если базовая процентная ставка увеличится на 0.5 процентного пункта, Clarence Co исполнит опцион, чтобы ограничить негативные последствия повышения ставки. Однако если базовая процентная ставка снизится на 0.5 процентного пункта, компания сможет воспользоваться снижением эффективной годовой процентной ставки до 5.9%.
Такая гибкость объясняет высокую стоимость опционной премии. При этом необходимость уплаты премии авансом также отрицательно скажется на ликвидности Clarence Co.

Тот факт, что верхние ограничения процентной ставки стоят дороже нижних ограничений процентной ставки, указывает на то, что рынок оценивает вероятность повышения базовой процентной ставки или его возможные последствия выше, чем вероятность её снижения или последствия такого снижения. Другим объяснением может быть более высокий спрос на защиту от повышения процентных ставок.

Если базовая процентная ставка повысится, ставка заимствования Clarence Co вырастет до 6.4%, что дороже, чем ставка, зафиксированная по FRA. Несмотря на то что FRA лишает компанию возможности получить выгоду от благоприятного изменения процентных ставок, совет директоров может предпочесть предсказуемость риску с учётом текущего положения компании с точки зрения ликвидности. Окончательное решение во многом будет зависеть от отношения совета директоров к риску.

Обоснованность выбора методов хеджирования валютного риска
Результаты применения методов хеджирования, одобренных советом директоров, в целом сопоставимы, хотя хеджирование с помощью валютных фьючерсов обеспечивает несколько большее поступление денежных средств в размере €2,749,306 по сравнению с использованием форвардного контракта. Оценивая ситуацию ретроспективно, можно сделать вывод, что было бы выгоднее не хеджировать поступление денежных средств в долларах США, поскольку в период с 1 февраля по 30 июня доллар США несколько укрепился по отношению к евро.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

На возможность такого укрепления доллара США указывал фьючерсный курс, наблюдавшийся 1 февраля.

Теоретически оба метода хеджирования позволяют зафиксировать валютный курс и, следовательно, исключают возможность получения дополнительной выгоды от благоприятного изменения курса. Именно поэтому Clarence Co не может воспользоваться преимуществами укрепления доллара США.

Однако на практике хеджирование с помощью фьючерсов сопряжено с базисным риском. Поэтому на дату открытия хеджирующей позиции, то есть 1 февраля, результат применения фьючерсного контракта сложнее предсказать.

В данном случае хеджирование с помощью фьючерсов обеспечивает более выгодный результат, чем использование форвардного контракта, однако предвидеть это на момент открытия позиции было невозможно.

По фьючерсным контрактам ежедневно производится переоценка по рыночной стоимости, что может привести к необходимости внесения дополнительного гарантийного обеспечения (маржин-колл). Кроме того, Clarence Co потребуется внести первоначальное гарантийное обеспечение на бирже. Оба этих фактора могут привести к дальнейшему ухудшению и без того неблагоприятного положения Clarence Co с ликвидностью. Несмотря на то что хеджирование с помощью фьючерсов обеспечивает несколько более выгодный финансовый результат, потребность Clarence Co в ликвидных средствах указывает на то, что в данной ситуации использование форвардного контракта является более целесообразным, поскольку по форвардным контрактам не производится ежедневная переоценка по рыночной стоимости. Однако форвардные контракты сопряжены с риском контрагента, который необходимо дополнительно оценить.

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

Схема Оценивания

			баллов
Раздел A			
каждый вопрос оценивается в два балла			**30**
Раздел B			
каждый вопрос оценивается в два балла			**30**
Раздел C			
31	**(a)**	Выручка от продаж	1
		Итого переменные затраты	1.5
		Постоянные затраты	0.5
		Налог на прибыль	1
		Налоговая амортизация	1
		Вычет по налоговой амортизации	1
		Период оплаты налога на прибыль	0.5
		Остаточная стоимость	0.5
		Первоначальный оборотный капитал	1
		Высвобождение оборотного капитала	1
		Чистая приведенная стоимость	1
		Рекомендация	1
		Максимум	**11**
	(b)	Исследование рынка	1
		Чистые затраты на проект LP499	1
		Оценка, согласующаяся с порядком учета соответствующих затрат в расчете NPV.	1
		Максимум	**3**
	(c)	До 2 баллов за каждое ограничение, включая:	
		Субъективные вероятности	2
		Вариативность результатов	2
		Отношение к риску	2
		Средние долгосрочные значения	2
		Максимум	**6**
	ИТОГО		**20**

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.

			баллов
32	**(a)**	Подходящее форвардное соглашение (FRA), т.е. 3 – 10	1
		Результат FRA	2
		Верхнее ограничение на процентную ставку	1
		Премия по опциону	1
		Решение об исполнении	1
		Чистый результат	1
		Максимум	**7**
	(b)	Результат форварда	1
		Покупка € фьючерсов	1
		Количество фьючерсных контрактов	1
		Убыток по фьючерсам на рынке	1
		Фьючерсы – чистое поступление в €	1
		Максимум	**5**
	(c)	Заем в € до 4 баллов, включая	4
		Риск контрагента	
		Фиксация ставки и возможность получения выгоды от ее снижения	
		Премия по опциону	
		Отношение к риску	
		Получение $ – до 4 баллов, включая	4
		Укрепление доллара	
		Фиксация валютного курса обоими инструментами	
		Базисный риск	
		Влияние на ликвидность	
		Максимум	**8**
	ИТОГО		**20**

© ACCA 2027-2028 Все права защищены.