

سؤالات تستی بررسی موارد خاص در مدیریت سرمایه

مجموعه آموزشی: بررسی موارد خاص در مدیریت سرمایه

تهیه و تنظیم: امین کیان - ۱۴۰۴

مقدمه

این سند به منظور ارائه یک مرجع آموزشی و ارزیابی جامع برای متخصصان مالی، مدیران ارشد و دانشجویان پیشرفته در حوزه مدیریت سرمایه (Capital Management) تهیه شده است. تمرکز این مجموعه بر سؤالات تستی است که مفاهیم پیچیده و موارد خاص (Special Cases) مدیریتی و مالی را پوشش می‌دهد که اغلب در تحلیل‌های روتین نادیده گرفته می‌شوند. در کنار هر سؤال، پاسخ صحیح و یک تشریح کوتاه جهت تثبیت یادگیری ارائه شده است.

بخش اول - سؤالات تستی با پاسخ صحیح و تشریح کوتاه

۱. بیش سرمایه‌گذاری (Over-Investment)

سؤال: کدام مورد نشان‌دهنده بیش سرمایه‌گذاری خطرناک (Empire Building) در شرکت است؟

الف) افزایش ROIC همزمان با افزایش دارایی‌ها (ب) سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای NPV منفی به دلیل تمایلات مدیریتی (ج) کاهش نقدینگی برای پرداخت بدهی بلندمدت (د) افزایش هزینه تحقیق و توسعه و ثبت اختراع

پاسخ صحیح: (ب)

تشریح: بیش سرمایه‌گذاری زمانی خطرناک تلقی می‌شود که مدیران به جای به حداکثر رساندن ارزش سهامداران، برای اهداف شخصی (مانند افزایش اندازه شرکت، شهرت یا قدرت) در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص (NPV) منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این عمل نشان‌دهنده ضعف شدید در انضباط سرمایه و مشکلات نمایندگی (Agency Problems) است.

مفاهیم مرتبط: $ROIC * (بازده سرمایه به کار گرفته شده) = \frac{NOPAT}{Capital\ Employed}$. اگر افزایش دارایی‌ها با افزایش همزمان و متناسب ROIC همراه نباشد، سرمایه‌گذاری ناکارآمد بوده است.

۲. چرخه تبدیل وجه نقد (Cash Conversion Cycle - CCC)

سؤال: افزایش ناگهانی و پایدار در CCC (چرخه تبدیل وجه نقد) بیانگر چیست؟

الف) بهبود وصول مطالبات ب) کاهش دوره گردش موجودی کالا ج) فشار نقدینگی و ناکارآمدی مدیریت عملیات جاری د) افزایش قدرت چانه‌زنی با تأمین‌کنندگان

پاسخ صحیح: ج)

تشریح: CCC نشان‌دهنده مدت زمانی است که شرکت برای بازگرداندن وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده در موجودی‌ها و دریافت از مشتریان صرف می‌کند. افزایش این چرخه به این معنی است که نقدینگی بیشتری برای مدت طولانی‌تری قفل شده است (مثلاً به دلیل افزایش موجودی یا تأخیر در وصول مطالبات)، که مستقیماً کارایی مدیریت سرمایه در گردش و وضعیت نقدینگی شرکت را تضعیف می‌کند.

فرمول CCC:

$$CCC = DIO + DSO - DPO$$

که در آن: $DIO * (دوره نگهداری موجودی (Days Inventory Outstanding))$: دوره وصول مطالبات $DPO * (Days Sales Outstanding)$: دوره پرداخت به تأمین‌کنندگان (Days Payable Outstanding)

۳. ریسک بازسرمایه‌گذاری (Reinvestment Risk)

سؤال: ریسک بازسرمایه‌گذاری (Reinvestment Risk) در چارچوب اوراق قرضه و جریان‌های نقدی آتی به چه معناست؟

الف) ریسک ناتوانی در سرمایه‌گذاری مجدد وجوه با نرخ بازده قبلی ب) ریسک ناتوانی در پرداخت سود سهام ج) ریسک قوانین مالیاتی جدید د) ریسک تورم بالا

پاسخ صحیح: الف)

تشریح: این ریسک به طور خاص در اوراق با کوپن (اوراقی که سود دوره‌ای پرداخت می‌کنند) مطرح می‌شود. اگر نرخ‌های بهره بازار پس از دریافت کوپن‌های دوره‌ای کاهش یابد، سرمایه‌گذار مجبور است وجوه دریافتی را با نرخ بازده پایین‌تری مجدداً سرمایه‌گذاری کند، و این امر منجر به کاهش بازده کل سرمایه‌گذاری اصلی می‌شود.

۴. تأمین مالی خارج از ترازنامه (Off-Balance Sheet Financing)

سؤال: تأثیر اصلی استفاده از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه (مانند اجاره‌های عملیاتی پیش از استانداردسازی‌های جدید) بر ساختار مالی شرکت چیست؟

الف) کم‌نمایی بدهی‌ها و بهتر دیده شدن نسبت‌های مالی اهرمی (ب) افزایش هزینه‌های بهره گزارش شده (ج) بدون تأثیر بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E) (د) کاهش شفافیت درآمد عملیاتی

پاسخ صحیح: الف)

تشریح: هدف اصلی این روش‌ها، اجتناب از شناسایی تعهدات مالی به عنوان بدهی در ترازنامه است. این امر باعث می‌شود اهرم مالی (Leverage) شرکت و ریسک مالی آن در نگاه اول کمتر از حد واقعی به نظر برسد، هرچند تعهدات نقدی واقعی همچنان وجود دارند.

۵. کیفیت سود و جریان نقد عملیاتی

سؤال: وقتی جریان نقد عملیاتی (CFO) به طور مستمر کمتر از سود خالص گزارش شده باشد، نشانه احتمالی چیست؟

الف) بازپرداخت سنگین بدهی‌های بلندمدت (ب) مدیریت عالی سرمایه در گردش (ج) احتمال وجود درآمدهای واهی، شناسایی درآمد پیش از دریافت نقد، یا حبس بیش از حد سرمایه در حساب‌های دریافتی و موجودی‌ها (د) فروش موفق دارایی‌های ثابت

پاسخ صحیح: ج)

تشریح: سود خالص یک مفهوم مبتنی بر حسابداری تعهدی است، در حالی که جریان نقد عملیاتی، نقد واقعی کسب شده را نشان می‌دهد. تفاوت معنادار بین این دو، اغلب هشدار می‌بوی بر این است که سودهای شناسایی شده هنوز به نقد تبدیل نشده‌اند (افزایش در حساب‌های دریافتی یا موجودی) یا اینکه شرکت از اقلام غیرنقدی غیرواقعی برای افزایش سود استفاده کرده است.

۶. نرخ سوزاندن سرمایه (Burn Rate)

سؤال: در ارزیابی استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های فاز رشد (Growth Stage)، نرخ سوزاندن سرمایه (Burn Rate) بیانگر چیست؟

الف) نرخ استهلاک دارایی‌های ثابت ب) سرعت مصرف خالص نقدی برای پوشش هزینه‌های سربار و عملیاتی پیش از رسیدن به سودآوری (نقطه سربه سر) ج) افت ارزش سهام شرکت در بازار د) درصد سود تقسیمی به سرمایه‌گذاران

پاسخ صحیح: ب)

تشریح: نرخ سوزاندن سرمایه، معیاری کلیدی برای سنجش "دوره بقای" (Runway) یک شرکت است. این نرخ نشان می‌دهد که شرکت با فرض عدم تغییر در ساختار هزینه‌ها و درآمدها، چه مدت می‌تواند به فعالیت خود ادامه دهد تا زمانی که نقدینگی آن به صفر برسد.

محاسبه:

$$\text{Net Burn Rate} = \text{Cash Flow Out} - \text{Cash Flow In}$$

۷. ساختار سرمایه بهینه و اهرم مالی

سؤال: استفاده از اهرم مالی (بدهی) در ساختار سرمایه، در کدام حالت، به جای افزایش ارزش شرکت، ریسک ورشکستگی را به شکل نامتناسبی افزایش می‌دهد؟

الف) زمانی که ROA (بازده دارایی‌ها) به طور مداوم بیشتر از نرخ بهره بدهی‌ها باشد. ب) زمانی که استفاده از بدهی منجر به رسیدن ساختار سرمایه به نقطه حداقل WACC شود. ج) زمانی که سود عملیاتی (EBIT) نوسانات بالایی داشته باشد، اما شرکت متعهد به پرداخت‌های ثابت سنگین بهره (Interest) باشد. د) زمانی که شرکت از یارانه مالیاتی (Tax Shield) ناشی از بهره وام‌ها به طور کامل بهره‌مند شود.

پاسخ صحیح: ج)

تشریح: ریسک مالی شرکت‌های با اهرم بالا، در هنگام نوسانات شدید در عملکرد عملیاتی (EBIT) نمود پیدا می‌کند. اگر EBIT به طور ناگهانی کاهش یابد، تعهدات بهره ثابت (که توسط بدهی ایجاد شده‌اند) می‌توانند به سرعت منجر به زیان‌دهی خالص و در نهایت عدم توانایی در بازپرداخت بدهی شوند (افزایش ریسک ورشکستگی).

۸. ریسک ترجمه (Translation Risk)

سؤال: ریسک ترجمه (Translation Risk) در مدیریت مالی شرکت‌های چندملیتی، مستقیماً مربوط به کدام جنبه است؟

الف) ریسک عدم موفقیت در مذاکرات قراردادهای فروش در بازارهای خارجی ب) تأثیر نرخ ارز بر ارزش دفتری دارایی‌ها و بدهی‌های موجود در صورت‌های مالی تلفیقی ج) ریسک عدم انتقال موفق فناوری‌ها و دانش فنی به شعبات خارجی د) هزینه روزانه تبدیل ارز برای معاملات کوتاه‌مدت

پاسخ صحیح: ب)

تشریح: این ریسک (که اغلب با نام ریسک صورت‌های مالی شناخته می‌شود) زمانی رخ می‌دهد که یک شرکت مادر دارایی‌ها و بدهی‌های دفاتر فرعی خارجی خود را که به ارز محلی ثبت شده‌اند، به ارز گزارشگری اصلی (مثلاً ریال یا دلار) تبدیل می‌کند. نوسانات نرخ ارز، ارزش این اقلام را در ترازنامه تلفیقی تغییر می‌دهد، بدون اینکه لزوماً بر جریان‌های نقدی واقعی تأثیر بگذارد.

۹. هزینه نمایندگی (Agency Cost)

سؤال: کدام یک مثال عینی از هزینه نمایندگی (Agency Cost) است که بین مدیران (نمایندگان) و سهامداران (مالکان) ایجاد می‌شود؟

الف) هزینه بهره پرداختی به بانک برای وام سرمایه‌گذاری ب) هزینه حسابرسی داخلی و خارجی و نصب سیستم‌های نظارتی دقیق برای کنترل رفتار مدیران ج) هزینه خرید مواد اولیه از تأمین‌کننده‌ای که قیمت بالاتری نسبت به رقبا پیشنهاد می‌دهد (به دلیل وابستگی شخصی مدیر خرید) د) مالیات بر درآمد شرکت

پاسخ صحیح: ب)

تشریح: هزینه‌های نمایندگی شامل هزینه‌های نظارت (Monitoring Costs) سهامداران برای اطمینان از اینکه مدیران در جهت منافع آنها عمل می‌کنند، و همچنین هزینه‌های تعهد (Bonding Costs) مدیران برای متقاعد کردن سهامداران به درستی عمل کردن، و زیان باقیمانده (Residual Loss) ناشی از تصمیم‌گیری‌های غیربهرینه مدیران است.

۱۰. جیره‌بندی سرمایه (Capital Rationing)

سؤال: وضعیت جیره‌بندی سرمایه (Capital Rationing) در مدیریت سرمایه‌گذاری به چه موقعیتی اشاره دارد؟

الف) توزیع سهام جایزه به جای تقسیم سود نقدی ب) محدودیت بودجه در دسترس شرکت برای انتخاب تنها مجموعه‌ای از پروژه‌هایی که دارای بهترین نسبت سودآوری به ریسک یا بالاترین NPV هستند، به دلیل کمبود منابع مالی. ج) محدودیت دسترسی مدیران به اطلاعات محرمانه مالی د) تقسیم سود انباشته بین سهامداران ممتاز به جای سرمایه‌گذاری مجدد

پاسخ صحیح: ب)

تشریح: جیره‌بندی سرمایه زمانی رخ می‌دهد که شرکت، علی‌رغم وجود پروژه‌های متعدد با NPV مثبت، به دلیل محدودیت‌های خارجی (مانند سقف بدهی یا دسترسی محدود به بازار سرمایه) یا محدودیت‌های داخلی (مانند محافظه‌کاری مدیریتی)، قادر به تأمین مالی همه آنها نیست. در این حالت، شرکت باید با استفاده از معیار سودمندی حاشیه‌ای (Marginal Efficiency of Capital)، پروژه‌های با بیشترین بازدهی را بر اساس بودجه موجود انتخاب کند.

بخش دوم - تحلیل عمیق موارد خاص

۱۱. اثر سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های نامشهود

سؤال: اگر شرکتی در حوزه R&D سرمایه‌گذاری زیادی انجام دهد، اما از لحاظ حسابداری نتواند آن هزینه‌ها را به دارایی تبدیل کند (تکلیف هزینه‌ای شدن کلی)، چه تأثیری بر تحلیل‌گران مالی می‌گذارد؟

الف) سود خالص افزایش می‌یابد زیرا دارایی جدیدی در ترازنامه شناسایی می‌شود. ب) نسبت‌های بازدهی (مانند ROA و ROE) به طور مصنوعی بهبود می‌یابد. ج) جریان نقد عملیاتی (CFO) به شدت کاهش یافته و سودآوری واقعی پنهان می‌شود. د) هزینه سرمایه (WACC) کاهش می‌یابد.

تشریح: در بسیاری از حوزه‌ها (مانند نرم‌افزار یا بیوتکنولوژی)، هزینه‌های توسعه (R&D) در همان سال به عنوان هزینه در صورت سود و زیان شناسایی می‌شوند. این امر باعث کاهش شدید سود خالص و در نتیجه کاهش CFO (زیرا هزینه‌های غیرنقدی عملاً در سود منعکس نشده‌اند اما در هزینه‌ها لحاظ شده‌اند) می‌شود، حتی اگر جریان نقدی نقدینگی زیادی صرف پروژه‌های آینده‌دار شده باشد. تحلیل‌گران باید این هزینه‌ها را برای برآورد صحیح ارزش ذاتی تعدیل کنند.

۱۲. ریسک نقدینگی در مقابل ریسک بازار

سؤال: اگر شرکتی دارای اوراق بهادار بلندمدت با ارزش بازار بالا باشد اما نتواند به سرعت آنها را بدون کاهش قیمت عمده نقد کند، با کدام نوع ریسک مواجه است؟

الف) ریسک نرخ بهره (Interest Rate Risk) ب) ریسک اعتباری (Credit Risk) ج) ریسک نقدینگی دارایی (Asset Liquidity Risk) د) ریسک اقتصادی کلان (Macroeconomic Risk)

تشریح: ریسک نقدینگی دارایی به توانایی شرکت در تبدیل سریع دارایی به وجه نقد به قیمتی نزدیک به ارزش منصفانه اشاره دارد. حتی اگر اوراق بهادار از نظر تئوری ارزشمند باشند، اگر بازار عمقی برای آنها وجود نداشته باشد (مثلاً اوراق قرضه شرکت‌های کوچک)، شرکت در تأمین مالی کوتاهمدت دچار مشکل خواهد شد.

۱۳. تأثیر سرمایه‌گذاری از طریق استقراض با نرخ متغیر

سؤال: استفاده از بدهی بلندمدت با نرخ بهره شناور (متغیر) برای تأمین مالی یک پروژه با جریان‌های نقدی ثابت و قابل پیش‌بینی، چه پیامدی دارد؟

الف) این روش هزینه سرمایه را همواره کاهش می‌دهد. ب) ریسک بازده پروژه را به ریسک عملیاتی شرکت تبدیل می‌کند. ج) این ترکیب باعث انتقال ریسک نقدینگی ناشی از نوسان نرخ بهره به ریسک ساختار سرمایه می‌شود. د) این نوع تأمین مالی هیچ تأثیری بر نوسان EPS ندارد.

تشریح: در حالت ایده‌آل، شرکت باید ریسک‌های عملیاتی را با ابزارهای عملیاتی و ریسک‌های مالی را با ابزارهای مالی پوشش دهد. اگر جریان‌های نقدی پروژه ثابت باشد، استفاده از بدهی با نرخ متغیر، ریسک نرخ بهره را به ساختار بدهی شرکت تحمیل می‌کند و این عدم تطابق (Mismatch) می‌تواند سودآوری را در صورت افزایش نرخ بهره، به شدت تحت تأثیر قرار دهد.

۱۴. محاسبه بازده تعدیل شده بر اساس ریسک (RAROC)

سؤال: در تحلیل RAROC (Return on Risk-Adjusted Capital)، اگر سرمایه تخصیص داده شده به یک کسب‌وکار (Capital at Risk) افزایش یابد، اما بازده تعدیل شده (Net Income) ثابت بماند، چه اتفاقی می‌افتد؟

الف) توجیه بیشتری برای ادامه آن کسب‌وکار وجود دارد. ب) نسبت RAROC افزایش می‌یابد.
ج) نسبت RAROC کاهش می‌یابد و نشان می‌دهد کسب‌وکار از نظر ریسک ناکارآمد شده است.
د) این وضعیت به معنای بهینه بودن ساختار سرمایه است.

تشریح: فرمول RAROC به صورت زیر است:

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Return}}{\text{Risk (Capital at Risk)}}$$

اگر صورت کسر (بازده) ثابت بماند و مخرج کسر (ریسک سرمایه‌گذاری) افزایش یابد، نسبت RAROC کاهش می‌یابد. این بدان معناست که بازده کسب شده در قبال واحد ریسکی که شرکت پذیرفته، کمتر شده است.

۱۵. مفهوم ارزش فعلی خالص تعدیل شده (APV)

سؤال: در مدل APV (Adjusted Present Value)، تحلیل ارزش شرکت بر اساس کدام دو جزء اصلی انجام می‌شود؟

الف) ارزش فعلی جریان‌های نقدی آزاد شرکت بدون اهرم، به علاوه ارزش فعلی مزایای مالیاتی ناشی از بدهی. ب) ارزش فعلی سود سهام تعدیل شده با نرخ WACC. ج) ارزش فعلی سود نقدی تعدیل شده با نرخ بازده مورد انتظار سهامداران. د) ارزش فعلی جریان‌های نقدی آزاد شرکت با اهرم کامل و کسر ارزش فعلی هزینه نمایندگی.

تشریح: مدل APV فرض می‌کند که ارزش یک شرکت اهرمی برابر است با ارزش همان شرکت اگر کاملاً با سرمایه سهام تأمین مالی شده باشد (NPV بدون بدهی)، به علاوه ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از بدهی (Tax Shield)، با فرض اینکه جریان‌های نقدی به نرخ بازده بدون بدهی تنزیل می‌شوند.

$$\text{APV} = \text{NPV}_{\text{Unlevered}} + \text{PV}(\text{Tax Shield})$$

۱۶. ریسک سایه (Shadow Pricing) در مدیریت سرمایه

سؤال: چرا در پروژه‌های بزرگ زیرساختی یا دولتی، از قیمت‌گذاری سایه (Shadow Pricing) برای محاسبه جریان‌های نقدی استفاده می‌شود؟

الف) به دلیل عدم وجود رقابت و واقعی نبودن قیمت‌های بازار برای منابع مصرفی (مانند آب، انرژی یا نیروی کار). ب) برای اضافه کردن ریسک تورم به محاسبات. ج) برای لحاظ کردن مالیات بر ارزش افزوده در محاسبات. د) برای افزایش سود خالص پروژه در گزارش‌دهی عمومی.

تشریح: در جایی که قیمت‌های بازار توسط دولت‌ها کنترل می‌شوند یا به دلیل انحصار، منعکس‌کننده هزینه فرصت واقعی منابع نیستند، تحلیل‌گران از "قیمت سایه" استفاده می‌کنند. این قیمت‌ها تخمینی از هزینه اجتماعی یا هزینه فرصت واقعی منابع در یک اقتصاد ایده‌آل هستند.

۱۷. معضل زمانی (Timing Mismatch) در مدیریت سرمایه در گردش

سؤال: اگر شرکت مجبور باشد موجودی خود را برای دو ماه نگه دارد (افزایش DIO)، اما به دلیل قراردادهای بلندمدت نتواند دوره پرداخت به تأمین‌کنندگان (DPO) را افزایش دهد، این وضعیت چه تأثیری بر مدیریت سرمایه در گردش دارد؟

الف) چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) کوتاه‌تر می‌شود. ب) تأمین مالی داخلی پروژه افزایش می‌یابد. ج) نیاز به تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت (مانند خطوط اعتباری) افزایش می‌یابد. د) تأثیر بر سودآوری شرکت صفر است.

تشریح: افزایش DIO به معنای قفل شدن نقدینگی بیشتر در موجودی است. اگر DPO نتواند افزایش یابد (زمان بیشتری برای پرداخت فراهم نشود)، شکاف نقدینگی (Gap) مثبت باقی مانده و شرکت باید برای پر کردن این شکاف از منابع خارجی استفاده کند، که هزینه‌های تأمین مالی را افزایش می‌دهد.

۱۸. اثر مالیات بر ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی (Tax Shield)

سؤال: طبق فرضیات ساختار سرمایه سنتی (Modigliani-Miller با مالیات)، اگر نرخ مالیات شرکت‌ها کاهش یابد، ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از بدهی چگونه تحت تأثیر قرار می‌گیرد؟

الف) افزایش می‌یابد، زیرا شرکت برای کاهش مالیات انگیزه بیشتری دارد. ب) ثابت می‌ماند، زیرا ارزش بدهی ثابت است. ج) کاهش می‌یابد، زیرا ارزش هر واحد صرفه‌جویی مالیاتی کمتر می‌شود. د) غیرقابل محاسبه می‌شود.

تشریح: ارزش صرفه‌جویی مالیاتی به سادگی حاصل ضرب مبلغ بهره در نرخ مالیاتی (T) است. اگر نرخ مالیات (T) کاهش یابد، صرفه‌جویی مالیاتی در ازای هر واحد بدهی کاهش می‌یابد، که منجر به کاهش ارزش فعلی کلی این صرفه‌جویی در مدل‌های ارزش‌گذاری می‌شود.

۱۹. ریسک سرمایه فانی (Capital Obsolescence Risk)

سؤال: ریسک سرمایه فانی (یا منسوخ شدن سرمایه) در صنایع فناوری محور، چه ارتباطی با تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت دارد؟

الف) افزایش هزینه‌های نگهداری تجهیزات قدیمی. ب) افزایش احتمال اینکه عمر اقتصادی دارایی ثابت کمتر از عمر اقتصادی پیش‌بینی شده در مدل‌سازی NPV باشد. ج) کاهش نیاز به تحقیق و توسعه جدید. د) کاهش ریسک اعتبار مشتریان.

تشریح: در صنایع با پیشرفت سریع تکنولوژی، ممکن است یک دارایی سرمایه‌ای (مانند یک خط تولید پیشرفته) به دلیل ورود سریع‌تر فناوری‌های جدید، از نظر اقتصادی منسوخ شود، حتی اگر از نظر فیزیکی سالم باشد. این امر باعث می‌شود نرخ تنزیل پروژه‌ها افزایش یابد یا NPV پیش‌بینی شده منفی شود.

۲۰. تأثیر افزایش سرمایه سهام بر WACC

سؤال: اگر شرکتی تصمیم بگیرد برای کاهش اهرم مالی، میزان قابل توجهی سهام جدید منتشر کند و ساختار سرمایه را از حالت بهینه به سمت سرمایه خالص‌تر تغییر دهد، اثر آن بر WACC (هزینه سرمایه میانگین وزنی) چیست؟

الف) WACC به طور قطع کاهش می‌یابد زیرا ریسک مالی کاهش می‌یابد. ب) WACC ثابت می‌ماند، زیرا هزینه سهام (K_e) همیشه بیشتر از هزینه بدهی (K_d) است. ج) WACC ابتدا کاهش یافته و سپس در سطح پایین‌تر از WACC بهینه اولیه، شروع به افزایش مجدد می‌کند (به دلیل هزینه بالای سهام). د) WACC افزایش می‌یابد زیرا هزینه نمایندگی افزایش می‌یابد.

تشریح: WACC ابتدا با افزایش بدهی (بهره‌مندی از سپر مالیاتی) کاهش می‌یابد. اما پس از رسیدن به نقطه بهینه (مینیمم WACC)، افزایش بیشتر بدهی باعث افزایش شدید ریسک مالی و افزایش هزینه سهام (K_e) و هزینه بدهی (K_d) می‌شود. در صورت جایگزینی بدهی با سهام، شرکت از مزیت سپر مالیاتی صرف نظر می‌کند و WACC دوباره به سمت هزینه سهام خالص (K_e) افزایش می‌یابد (که معمولاً بالاتر از WACC بهینه است).

بخش سوم - سناریوها و مسائل پیشرفته

۲۱. تحلیل ارزش اقتصادی افزوده (EVA) و بیش‌سرمایه‌گذاری

سؤال: اگر یک پروژه دارای $NPV > 0$ در زمان شروع باشد، اما در سال سوم به دلیل ناکارآمدی در مدیریت دارایی، ارزش اقتصادی افزوده (EVA) آن منفی شود، چه اقدامی باید در مدیریت سرمایه صورت گیرد؟

الف) پروژه باید فوراً متوقف شود، زیرا EVA منفی نشان‌دهنده شکست است. ب) ارزش فعلی خالص آینده (FNPV) پروژه به دلیل بازدهی پایین، افزایش می‌یابد. ج) باید ارزیابی شود که آیا هزینه سرمایه تخصیص یافته (Capital Charge) بیش از حد بالا در نظر گرفته شده است یا عملکرد عملیاتی کاهش یافته است. د) می‌توان از اهرم مالی بیشتری برای جبران EVA منفی استفاده کرد.

تشریح: EVA (Economic Value Added) معیار عملکرد پس از سرمایه‌گذاری است. منفی شدن EVA در سال‌های بعد نشان می‌دهد که بازده عملیاتی خالص (NOPAT) دیگر نتوانسته است هزینه فرصت سرمایه‌ای که در پروژه قفل شده است (Capital Charge) را پوشش دهد. این ممکن است به دلیل سوءمدیریت یا تغییر شرایط بازار باشد و نیاز به اصلاحات عملیاتی یا واگذاری دارایی‌ها دارد، نه لزوماً توقف کامل.

۲۲. مدیریت بدهی برای شرکت‌های دارای نوسان بالا

سؤال: شرکتی که درآمد عملیاتی آن (EBIT) به شدت نوسان دارد (ریسک عملیاتی بالا)، باید در مدیریت ساختار سرمایه کدام استراتژی را اولویت دهد؟

الف) استفاده حداکثری از بدهی برای بهره‌مندی از سپر مالیاتی. ب) حفظ سطوح پایین بدهی و تأکید بر سرمایه سهام برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی. ج) افزایش DPO برای کاهش نیاز به نقدینگی. د) سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با دوره بازگشت سرمایه بسیار کوتاه.

تشریح: در شرکت‌هایی با ریسک عملیاتی بالا، بدهی ثابت (Fixed Obligation) هزینه ریسک مالی بسیار بالایی ایجاد می‌کند. هر نوسان منفی در EBIT به سرعت می‌تواند منجر به عدم توانایی در پرداخت بهره شود. لذا، حفظ ذخیره مالی و سطح پایین اهرم مالی (یا استفاده از بدهی با نرخ شناور کنترل شده) ضروری است.

۲۳. اثر افزایش شدید موجودی در تحلیل مالی

سؤال: شرکتی گزارش می‌دهد که دارایی‌های جاری آن افزایش یافته است، اما بخش عمده این افزایش مربوط به موجودی کالای ساخته شده است. این وضعیت چه تأثیری بر نسبت‌های پوشش بدهی (Coverage Ratios) در کوتاه‌مدت دارد؟

الف) بهبود می‌یابد، زیرا نقدینگی آتی افزایش یافته است. ب) کاهش می‌یابد، زیرا نقدینگی قفل شده و جریان نقد عملیاتی بالقوه کمتری وجود دارد. ج) تأثیری ندارد زیرا موجودی یک دارایی جاری محسوب می‌شود. د) بهبود می‌یابد، زیرا نسبت بدهی به دارایی کاهش می‌یابد.

تشریح: اگر موجودی افزایش یابد، لزوماً به معنای فروش بیشتر نیست، بلکه ممکن است به معنای رکود فروش باشد. این امر منجر به کاهش سرعت ورود نقدینگی به شرکت می‌شود و فشار بر منابع نقدی برای پوشش تعهدات ثابت (مانند بهره) را افزایش می‌دهد، که پوشش بدهی را تضعیف می‌کند.

۲۴. تصمیم‌گیری در مورد اجاره در مقابل خرید دارایی (Lease vs Buy)

سؤال: در چارچوب تحلیل تأثیرگذاری بر ترازنامه (پیش از اعمال استاندارد اجاره IFRS 16/ASC 842)، اگر یک شرکت تصمیم به اجاره دارایی به جای خرید بگیرد، چه تفاوتی در تحلیل‌های اهرمی ایجاد می‌شود؟

الف) اهرم مالی (D/E) به طور مصنوعی افزایش می‌یابد. ب) اهرم عملیاتی (OER) افزایش می‌یابد. ج) اهرم مالی (D/E) به طور مصنوعی کاهش می‌یابد (کم‌نمایی بدهی). د) هر دو نوع اهرم کاهش می‌یابند.

تشریح: طبق قوانین قدیمی، اجاره‌های عملیاتی (Operating Leases) به عنوان بدهی شناسایی نمی‌شدند و تنها هزینه اجاره در صورت سود و زیان ثبت می‌شد. این امر باعث می‌شد بدهی کل شرکت کمتر نشان داده شود و نسبت D/E بهبود یابد، که در واقع نوعی تأمین مالی خارج از ترازنامه محسوب می‌شد.

۲۵. مدیریت ریسک نرخ ارز: پوشش ریسک در برابر تعهدات نقدی

سؤال: شرکتی در حال ساخت یک کارخانه در خارج از کشور است و پرداخت نهایی تجهیزات (به یورو) شش ماه دیگر سررسید دارد. اگر شرکت هیچ نوع پوشش ارزی (Hedging) انجام ندهد، با کدام ریسک سرمایه‌گذاری مواجه است؟

الف) ریسک اعتبار (Credit Risk) فروشنده تجهیزات. ب) ریسک نوسان ارزش خالص سرمایه‌گذاری انجام شده به دلیل تغییر نرخ تبدیل ارز (ریسک معامله). ج) ریسک قیمت‌گذاری مجدد (Repricing Risk) در قراردادهای فروش آتی. د) ریسک نقدینگی داخلی در زمان پرداخت.

تشریح: این سناریو مربوط به ریسک معامله (Transaction Exposure) است. شرکت در حال انجام یک تعهد نقدی آتی (خرید تجهیزات) به ارزی متفاوت از ارز گزارشگری خود است. نوسان نرخ ارز بین زمان قرارداد و زمان پرداخت نهایی، می‌تواند هزینه ریالی یا دلاری تجهیزات را به طور غیرمنتظره افزایش دهد.

بخش چهارم - جمع‌بندی و نگاهی به آینده

۲۶. شاخص‌های پیشرو برای سلامت سرمایه در گردش

سؤال: کدام شاخص از همه قوی‌تر می‌تواند نشان‌دهنده یک بحران نقدینگی قریب‌الوقوع ناشی از سوء مدیریت سرمایه در گردش باشد؟

الف) نسبت جاری (Current Ratio) که کمی کمتر از ۱ باشد. ب) کاهش متوالی حاشیه سود ناخالص. ج) کاهش شدید نسبت نقدینگی سریع (Quick Ratio) به دلیل رشد سریع موجودی‌ها. د) افزایش سود خالص گزارش شده.

تشریح: نسبت نقدینگی سریع (شامل نقد، مطالبات و اوراق بهادار کوتاه‌مدت، منهای موجودی) نشان‌دهنده توانایی شرکت برای پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت با استفاده از دارایی‌های بسیار نقدشونده است. قفل شدن نقدینگی در موجودی (که در Quick Ratio مستثنی می‌شود)، در حالی که سود همچنان گزارش می‌شود، یک هشدار جدی برای سلامت نقدینگی در کوتاه‌مدت است.

۲۷. تأثیر تورم بر نرخ تنزیل در مدل‌سازی سرمایه‌گذاری

سؤال: در یک محیط تورمی شدید، اگر مدیران برای محاسبه NPV پروژه‌ها از نرخ تنزیل اسمی (Nominal Discount Rate) استفاده کنند اما جریان‌های نقدی آتی را به صورت واقعی (Real Cash Flows) برآورد کنند، چه نتیجه‌ای حاصل می‌شود؟

الف) ارزش پروژه بیش از حد واقعی برآورد شده است. ب) ارزش پروژه کمتر از حد واقعی برآورد شده است. ج) تأثیر تورم خنثی شده و نتیجه دقیق است. د) نرخ تنزیل اسمی باید حذف شود.

تشریح: نرخ تنزیل اسمی شامل جزء تورم انتظاری است. اگر جریان‌های نقدی به صورت واقعی (بدون تورم) برآورد شوند، تنزیل آنها با نرخ اسمی (که شامل تورم است) باعث می‌شود ارزش فعلی محاسبه شده، به طور مصنوعی کاهش یابد. (نرخ اسمی < نرخ واقعی).

۲۸. مدیریت سرمایه در شرکت‌های مبتنی بر دارایی‌های فکری

سؤال: در شرکت‌هایی که ارزش اصلی آن‌ها در مالکیت فکری (Intellectual Property) نهفته است (مانند شرکت‌های نرم‌افزاری)، کدام شاخص مهم‌ترین ابزار برای ارزیابی کارایی تخصیص سرمایه است؟

الف) نسبت گردش دارایی‌های ثابت. ب) نسبت بازده سرمایه به کار گرفته شده (ROIC) بر اساس دارایی‌های مشهود. ج) ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B) در مقایسه با همتایان. د) نرخ رشد درآمد بر اساس سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فکری (Revenue Growth per R&D Dollar).

تشریح: برای این شرکت‌ها، دارایی‌های اصلی خارج از ترازنامه هستند. بنابراین، اندازه‌گیری بازدهی که مستقیماً از سرمایه‌گذاری در R&D حاصل می‌شود (R&D Efficiency) اهمیت حیاتی دارد تا مشخص شود آیا این سرمایه‌گذاری‌ها منجر به درآمد قابل فروش می‌شوند یا خیر.

۲۹. استفاده از بدهی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های دارای ریسک بالا

سؤال: اگر شرکتی از بدهی ارزان قیمت برای تأمین مالی پروژه‌هایی با ریسک تجاری بسیار بالا استفاده کند، این امر چه پیامدی بر ساختار سرمایه دارد؟

الف) ریسک عملیاتی شرکت را به ریسک مالی تبدیل می‌کند. ب) ریسک عملیاتی و مالی را به هم می‌آمیزد و باعث افزایش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) می‌شود. ج) ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. د) صرفاً باعث افزایش ارزش سهام می‌شود.

تشریح: این استراتژی معروف به استفاده از اهرم مالی (Leverage) برای تقویت بازده در شرایط ریسک بالا است. اگر پروژه موفق باشد، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) به دلیل استفاده از سرمایه ارزان‌تر به شدت افزایش می‌یابد (اهرم مالی مثبت). اما اگر پروژه شکست بخورد، بدهی ثابت و تعهدات پرداخت را تشدید کرده و ریسک ورشکستگی را به شدت بالا می‌برد.

۳۰. تله ارزش فعلی خالص (NPV Trap)

سؤال: مدیران درگیر در "تله ارزش فعلی خالص" (NPV Trap) مرتکب کدام خطای اصلی در مدیریت سرمایه می‌شوند؟

الف) انتخاب پروژه‌هایی که در زمان تنزیل، نرخ‌های بهره بسیار بالایی دارند. ب) اتکا بیش از حد به نرخ تنزیل ثابت برای پروژه‌هایی با ریسک‌های متغیر در طول عمر پروژه. ج) عدم محاسبه جریان‌های نقدی اولیه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری. د) تمرکز صرف بر بازده داخلی (IRR) به جای NPV.

تشریح: تله NPV زمانی رخ می‌دهد که یک نرخ تنزیل ثابت (معمولاً WACC شرکت) بدون توجه به تغییرات ریسک در طول عمر پروژه (مثلاً کاهش ریسک پس از بلوغ پروژه) اعمال شود. این امر باعث می‌شود پروژه‌های بلندمدت با ریسک کاهنده، کم‌ارزش‌تر از حد واقعی برآورد شوند و از دست بروند.

نتیجه‌گیری نهایی: این مجموعه تستی برای تحلیل و قضاوت حرفه‌ای درباره مدیریت سرمایه طراحی شده است. تمرکز اصلی بر بازده واقعی، مخاطرات ساختاری، و کارایی نقدینگی است تا چارچوبی جامع برای ارزیابی عملکرد گذشته و جاری سازمان فراهم آورد. مدیریت سرمایه موفق نیازمند درک عمیق تفاوت بین سود حسابداری و جریان نقد واقعی، و همچنین مدیریت فعالانه ریسک‌های مالی و عملیاتی است.

پایان سند