



**مجلة الشروق للملوج التجارية**  
ISSN: 1687/8523  
Online :2682-356X  
2007/12870  
sjcs@sha.edu.eg  
<https://sjcs.sha.edu.eg/index.php> : موقع المجلة



## الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

سارة محمود احمد محمود  
باحثة دكتوراة - جامعة مدينه السادات  
[Sa3dsamirsa3dsa3ied.ss@gmail.com](mailto:Sa3dsamirsa3dsa3ied.ss@gmail.com)

### كلمات مفتاحية :

التضخم، التدفقات النقدية، أسعار الاسهم.

### التوثيق المقترح وفقا لنظام APA :

محمود ، سارة محمود احمد ، (٢٠٢٤)، الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الشروق للعلوم التجارية، عدد خاص، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، أكاديمية الشروق، ص ٤٩٧ - ٥٢٠

---

مجلة الشروق للعلوم التجارية عدد خاص سنة ٢٠٢٤

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

## الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

الباحثة / سارة محمود احمد محمود

باحثة دكتوراة - جامعة مدينة السادات

### أولاً الفكرة البحثية:

تؤثر سوق الأوراق المالية على الاستثمار في مصر، حيث تمثل الوسيلة الأساسية للاستثمارات المالية في الأسهم والسندات. كما تؤثر على جذب الاستثمار المحلي والأجنبي غير المباشر، ودعم النشاط الاقتصادي وتحفيز إعادة تدوير رأس المال وتنشيط الأعمال ومن ثم تؤثر على زيادة النمو الاقتصادي (عبد الغنى، ٢٠٢٠).

تعد قائمة التدفقات النقدية من أهم القوائم المالية التي تصدرها الشركات، والتي يعتمد عليها المستخدمون في تقييم العلاقة بين التدفق النقدي وقيمة الشركة، وبالتالي تعتبر مصدر موثوق لتقييم السيولة المستقبلية لشركة وتقييم أسعار الأسهم والتنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم، حيث يعتبر التدفق النقدي أحد أهم محركات القيمة.

وتعتبر التحركات على أسعار الأسهم المملوكة للشركات في سوق الأوراق المالية محصلة للعديد من العوامل منها ما يرتبط بأداء الشركة ومنها ما يرتبط بكفاءة السوق وقدرته على توفير المعلومات المتاحة لجميع المتعاملين بالسوق، وهناك ما يرتبط بتوقعات المحللين الماليين وما يرتبط بمعتقدات وردود أفعال المتعاملين في السوق تجاه المعلومات والأحداث وغيرها، وكل هذه العوامل تتعكس على سعر السهم، مما جعل دراسة وتحليل التغيرات التي تحدث في سعر السهم محل اهتمام العديد من الدراسات للاعتماد عليها في التنبؤ بهذا السعر في المستقبل ومدى إمكانية

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

حدوث انهيار في هذا السعر مستقبلاً وهو ما يعرف في الأدبيات المحاسبية بخطر انهيار سعر السهم (Appolloni,el al,2021)

**ولقد فرضت الظروف الاقتصادية** التي يمر بها العالم وخاصة بعد جائحة كوفيد ١٩ وحرب روسيا وأوكرانيا تضخم لم يشهده العالم من قبل، والذي انعكس على الدول النامية، حيث شهدت تضخم أكثر انتشاراً وذو آثار مدمرة. فبينما توقع المحللين ان تكون مستويات التضخم المرتفعة مؤقتة، إلا انه ارتفعت المعدلات بشكل كبير خلال عامي (٢٠٢٢-٢٠٢٣)، اضافة الى ما يصاحب ذلك من ارتفاع في أسعار الفائدة كجزء من استجابة السياسة النقدية للحكومة والبنك المركزي للسيطرة على التضخم، ففي مصر فقد وصل مؤشر التضخم الى ٣٨% (البنك المركزي ٢٠٢٣)، وقد ترتفع نتيجة الأحداث الاقتصادية على مستوى العالم. لذلك وجب على الشركات اتخاذ كافة الاستراتيجيات لمواجهه هذا المشهد المتغير بما في ذلك استراتيجيات التحوط الحالية والانخفاض المحتمل في قيمة الاستثمار والاصل وغيرها.

تعد الأسهم من أكثر مكونات الثروة تأثراً بظروف السوق التي تعكسها المعلومات السابقة عن مؤشرات أداء تلك الأسواق، وكذلك التغيرات الاقتصادية سواء المحلية والدولية، وقد اشارت العديد من الدراسات (Khan,2018)، (Ravi,2022) (Wallin,2020)، إلى أن ما بين ٣٠-٣٥% من التغيرات في مؤشر أسعار الأسهم يمكن أن يرجع إلى عوامل اقتصادية سواء محلية أو دولية خاصة تلك التي تعكس الاستقرار الاقتصادي ومنها معدلات التضخم وتغيرات سعر الصرف، ففي ظل ارتفاع معدلات التضخم يحدث تقلبات في سوق الأسهم حيث يقوم العديد من المستثمرين ببيع أسهم معينه والانتقال لأسهم أخرى أو بيع أسهمهم بالكامل والتركيز على أصول أخرى كالذهب او العقارات وغيرها من أوجه الاستثمارات، ولكي يتمكن المستخدمين من اتخاذ القرار الصحيح بشأن استثماراتهم، فمن المهم تقييم قيمة المنشأة في السوق تقييم دقيق بالاعتماد على قوائم مالية ملائمة تؤثر على قراراتهم الاستثمارية، وتأثير التضخم كأحد اهم العوامل الاقتصادية على قيمة المنشأة وعلى أسهمها .

وتكمن المشكلة البحثية في أنه خلال الأربعين عاما ماضياً يمكن للمستخدمين الاعتماد على البيانات المالية الواردة بالتقارير المالية لاتخاذ القرارات الإدارية

والاستثمارية الهامة، ولكن في ظل التضخم والافتراضات التي بنى عليها القوائم المالية (ثبات وحدة النقد)، فإن هذه النظرية لن تستمر طويلاً، وبالتالي تتضاءل قيمة المعلومات المالية. وفي ظل ما يعمل فيه متخذي القرار الاستثماري من بيئة تتصف بعدم التأكد، وما ينطوي عليه ذلك من درجة مخاطرة تظهر أهمية الدراسة، لذا وجب ضرورة تقييم الآثار الناتجة عن التضخم على القوائم المالية من قبل الإدارة والمستثمرين قبل الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات، ودراسة أثر التضخم على التدفقات النقدية، وانعكاسها على قيمة المنشأة.

وتهدف الفكرة البحثية الى بيان الدور الوسيط للتضخم كأحد متغيرات الاقتصاد الكلي على العلاقة بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية باعتبارها من أهم مخرجات نظام معلومات المحاسبة المالية وأسعار الأسهم والتنبؤ بمخاطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم ورقة العمل إلى المحاور الآتية:

**المحور الأول:** أهمية التدفقات النقدية التشغيلية.

**المحور الثاني:** تحليل أهم العوامل المؤثرة على خطر انهيار أسعار الأسهم في السوق.

**المحور الثالث:** العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم.

**المحور الرابع:** أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات أداء البورصة المصرية EGX30 خلال الفترة من (٢٠٠٨ - ٢٠٢٤).

**المحور الخامس:** الأثر المتوقع للتضخم على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم. والعوامل التي ستلعب دوراً مؤثراً في تحديد التأثير النهائي للتضخم على قيمة المنشأة.

**المحور السادس:** نتائج الدراسة والتوصيات.

**المحور الأول: التدفقات النقدية التشغيلية**

تمثل التدفقات النقدية دوراً محورياً في العديد من القرارات المالية والاستثمارية والائتمانية، حيث أنها توضح مدى قدرة المشروع على الاستمرار، وتجنب المنشأة لمشاكل القياس، وتسهل عملية التنبؤ بالأرباح والتوزيعات المستقبلية ومدفوعات

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

القروض والتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية والمشاكل التي قد تتعرض لها المنشأة كالتعثر المالي ومشاكل السيولة.

تلعب التدفقات النقدية دورا كبيرا في نجاح المنشأة واستمراريتها على المدى الطويل وان نجاح المنشأة في إدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم يسهم في زيادة ربحيتها ويزيد من فرص النمو والبقاء في الأسواق المالية، وبالتالي تحقيق الأهداف التي نشأت من أجلها.

اثبتت العديد من الدراسات (salim,2021) (عبد الرحيم، ٢٠٢٣) مدى أهمية التدفقات النقدية لاسيما التدفقات الناتجة عن أنشطة التشغيل، باعتبارها تمثل النشاط الرئيسي لأي منشأة، لذلك يجب على المنشأة الإفصاح على رقم صافي التدفقات النقدية التشغيلية لأنه يعتبر أفضل مقياس للأداء في بيئة الاعمال، وان عدم الافصاح الكافي عن معلومات التدفقات النقدية تضر بمصالح حاملي الأسهم.

إشارة دراسة (Bates&stulz,2009) الى أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية مرتفعة لديها مستوى عالي من الاحتفاظ بالنقدية، حيث يعتبر التدفق النقدي التشغيلي هو المؤشر الأول لأداء المنشأة المالي لأنه يعبر عن مصادر تمويل النفقات الرأسمالية والمدفوعات من الضرائب حيث يساهم في الاتي:

- إعادة استثمار التدفقات النقدية في الأنشطة التشغيلية للمنشأة.
- سداد توزيعات الأرباح على المساهمين.
- سداد القروض.
- التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية.
- التنبؤ بمخاطر الانخفاض في أسعار الأسهم.

**لقائمة التدفقات النقدية دور في تقييم السيولة والربحية ان قياس وتقييم السيولة ذو أهمية في تقييم حالة المنشأة لأنه تبين مدى ملائمة وكفاية النقدية لدى المنشأة لدفع ديونها حيث يوفر مقياس لتوافر او عدم توافر السيولة فاذا كان لدى المنشأة فائض من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تقوم المنشأة باستخدامه في الاستثمار في الأنشطة التشغيلية او تخفيض الديون ومن ثم فان الفائض**

## المحور الثاني اسعار الأسهم والعوامل المؤثرة على خطر انهيار أسعار الأسهم في السوق.

يعتبر سعر السهم مقياس لمدى استعداد المستثمرين لدفع حصة من أسهم الشركة. ويتحدد سعر السهم على أساس العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. وان العرض والطلب على السهم سيحدد ما إذا كان سيرتفع او ينخفض سعر السهم فعندما يكون العرض أكبر من الطلب على الأسهم سيكون هناك ميل لخفض سعر السهم، والعكس عندما يتجاوز الطلب العرض يكون هناك ميل لزيادة أسعار الأسهم (Soje&Other,2023).

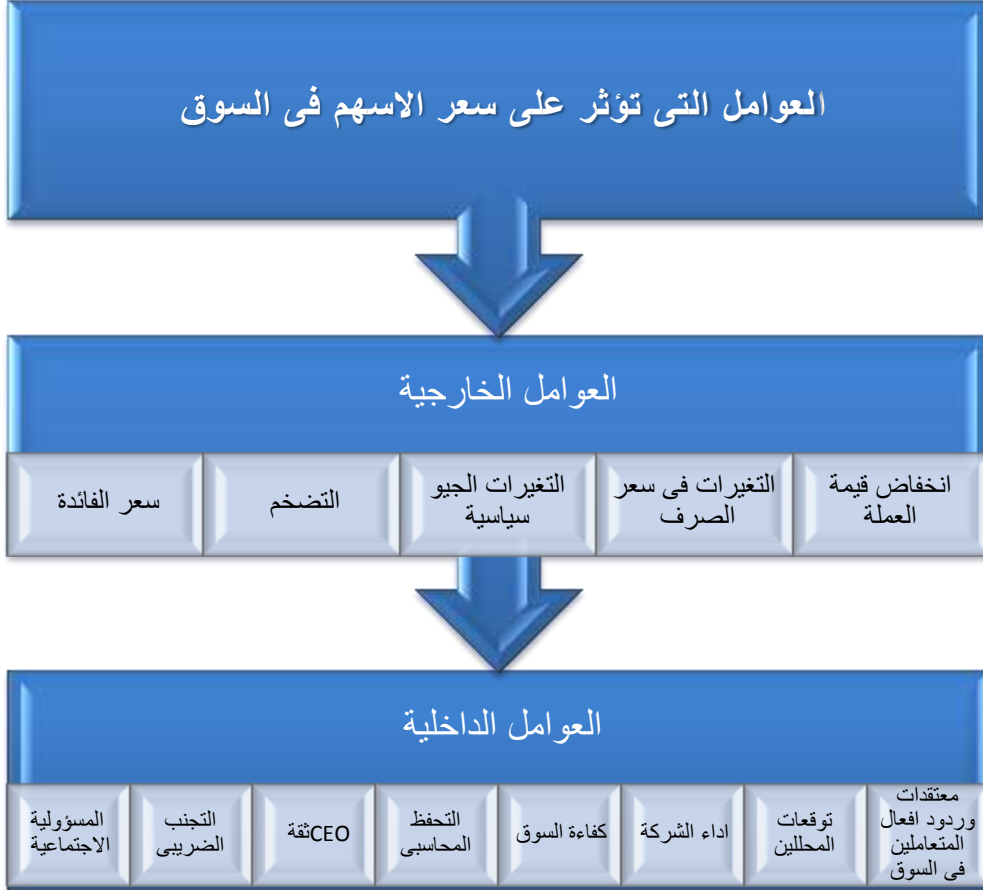
### خطر انهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risk من منظور محاسبي:

ذكرت دراسة (عبد الرحيم، ٢٠٢٣) ان مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات هي احتمال حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الأسهم والذي ينعكس من خلال الانحراف او الالتواء السالب في عوائد الأسهم لهذه الشركات.

ويعتبر خطر انهيار أسعار أسهم الشركات من اهم المخاطر التي يمكن أن يواجهها أصحاب المصالح وخاصة المستثمرين، وذلك لأنها تؤثر على اتخاذ قراراتهم، وتؤثر أيضا على الشركات لأنها تؤثر على إدارة مخاطرها. ولذلك هناك اهتمام متزايد بمخاطر انهيار أسعار الأسهم لأنها تفسر جزء كبير من التغير في حقوق الملكية، وكذلك تعتبر محددًا أساسيًا لعوائد المتوقعة في القطاع الى تعمل فيه المنشأة.

اشارت دراسة (Appolloni,el al,2021) , ان هناك العديد من العوامل التي تؤثر على انهيار أسعار الأسهم في السوق حيث تتمثل في:

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية



الشكل رقم (١)  
العوامل المؤثرة على خطر انهيار أسعار الأسهم  
المصدر: الشكل من اعداد الباحث

لقد تناولت العديد من الادبيات المحاسبية العوامل المسببة لمخاطر انهيار الأسهم والتي من أهمها **حجم الشركة** حيث توجد علاقة إيجابية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم الشركة مستقبلا وحجم الشركة، وذلك عن طريق زيادة خطر الائتمان في الشركات كبيرة الحجم مقارنة بالشركات صغيرة الحجم مما يجعلها أكثر عرضة لمخاطر الإفلاس، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Bing,2023)

وتعتبر من أهم العوامل المسببة لمخاطر انهيار الأسهم **هيكل الملكية**، حيث توصلت دراسة (الفليطي، ٢٠٢٣) الى وجود ارتباط موجب وذو تأثير معني بين خطر انهيار



أسعار الأسهم وكلا من تكلفة رأس المال وتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض، كما أوضحت الدراسة وجود تأثير سلبي على العلاقة بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من تكلفة رأس المال وتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض. كما اضافت الدراسة دليل تطبيقي من الشركات المصرية على كيفية تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين خطر انهيار الأسهم وكلا من تكلفة رأس المال وتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض، وذلك لتحسين الكفاءة التمويلية لسوق رأس المال المصري.

كما توصلت دراسة (عبد الرحيم، ٢٠١٩) على وجود تأثير معنوي إيجابي لكل من **قوة المديرين التنفيذيين** وممارسات إدارة الأرباح على خطر انهيار اسعار الأسهم، ووجود تأثير معنوي إيجابي لقوة المديرين التنفيذيين على ممارسات إدارة الأرباح، وفي نفس السياق اشارت دراسة (Kim ,Zhang,2016) ان الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين اصغر سنا وذو ثقة مفرطة تكن أكثر عرضة لهذا الخطر .

تلعب **خصائص الحوكمة** دوراً هاماً في تحسين الإفصاح المالي وجودة التقارير المالية، وبالتالي تقليل خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث ان زيادة نسبة استقلالية المديرين في لجنه المراجعة وخبرة المراجع الكافية بطبيعة الصناعة وسياسة الحوكمة المحددة بوضوح وجودة الرقابة الداخلية، تقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم.

ووجدت دراسة (Dinh,Tran,2023) إلى ان الاحداث السياسية يمكن أن تخلق حوافز للشركة لحجب الاخبار السيئة، وذلك لان السياسيين والمديرين التنفيذيين قد يتحملون تكاليف وعقوبات كبيرة عند الإفصاح عن أي أخبار سيئة حول الاحداث الحاسمة.

وبالإضافة لهذه العوامل الداخلية التي تؤثر على خطر انهيار سعر الأسهم، فهناك **مجموعة من العوامل الاقتصادية** التي لاقت اهتمام كثير من الباحثين وخاصة في ظل الازمات الاقتصادية التي يمر بها العالم ككل. فقد اشارت دراسة (Zhang,2024) ان **أسعار الفائدة** من أهم متغيرات الاقتصادي الكلي التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم حيث ان ارتفاع سعر الفائدة الذي يحدد البنوك المركزية يؤثر بشكل كبير على تكلفة الاقتراض، وبالتالي يؤثر على عوائد الأسهم، فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة يزيد من الطاقة الإنتاجية، حيث يشجع المنشأة للحصول على قروض، مما سيؤدي الى زيادة الطلب على الاستثمار وبالتالي سيؤثر على أسعار الأسهم بالإيجاب.

**ومن العرض السابق يتضح للباحث أن خطر انهيار أسعار الأسهم قد يتأثر بعده** محددات وعوامل من أهمها التحفظ المحاسبي، هيكل الملكية، المسؤولية الاجتماعية للشركات، درجة دقة التوقعات الإدارية، استراتيجيات المنشأة في التعامل مع الاخبار السيئة وتوقعات المحللين، ممارسات الشركة للتجنب الضريبي وغيرها من العوامل التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### **المحور الثالث: العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم والتنبؤ بأسعار الاسهم**

يرى كل من (Soje&Other,2023) ودراسة (Utomo&Pamugkas,2018) ان التدفق النقدي مهم الى حد كبير للمستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية، ومن المهم تحديد النقد الذي تحتاج المنشأة الى دفعة مقابل التزاماتها. اذ يعتبر التدفق النقدي التشغيلي الأكثر أهمية، لأنه يشير إلى قدرة المنشأة على توليد النقد. فاذا كانت التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية جيدة ستحصل المنشأة على ما تبقى لدعم عملياتها المستقبلية والحفاظ على القدرة التشغيلية ودفع أرباح الأسهم والقيام باستثمارات جديدة دون الاعتماد على مصادر تمويل خارجي.

وقد توصلت دراسة (مختار، ٢٠١٩) الى ان القوائم المالية المعدة بالمعلومات التاريخية غير قادرة على تلبية احتياجات المستخدمين في الحصول على معلومات مالية مستقبلية عالية الجودة، والتي تمكنهم من التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة، حيث ان تنبؤات إدارة الشركة من أفضل المعلومات المحاسبية التي يحصل عليها المستثمرون والتي تساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة. ولم تعد المعلومات المستقبلية تقتصر على التنبؤ بالأرباح المستقبلية فقط انما امتدت لتشمل التنبؤ بالتدفقات النقدية والتنبؤ بتوزيعات الأرباح وغيرها من المعلومات المالية التي تؤثر على الأداء المستقبلي والذي ينعكس بدوره على ثقة المستثمرين بالشركة وعلى قراراتهم الاستثمارية.

اعتمدت العديد من الدراسات العربية والأجنبية (Saleh,others,2022) على مجموعة من المؤشرات الهامة لتحديد أثر التدفقات النقدية التشغيلية على أسعار الأسهم من خلال الشكل التالي:

### مؤشرات لجودة الربحية

- نسبة التدفقات التشغيلية
- نسبة العائد على الاصول من التدفق النقدي التشغيلي
- نسبة التدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية الى المبيعات

### مؤشرات لجودة السيولة

- نسبة تغطية النقدية
- نسبة التدفقات النقدية
- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية الى الديون طويلة الاجل
- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية الى القيمة الدفترية للسهم

### الشكل رقم (٢)

### مؤشرات التحليل المالي لقائمة التدفقات النقدية المصدر: الشكل من اعداد الباحث

ومما سبق يتضح للباحث تعتبر التدفقات النقدية أحد اهم مؤشرات الأداء المالي فهي المفسرة للوضع المالي للمنشأة وهيكل راس المال للمنشأة ومؤثرة في قرارات الاستثمار بها. حيث ان الأداء المالي هو النتيجة التي تحققها الشركة من إدارة أصولها بشكل فعال ويتم تقييم ذلك على أساس التدفقات النقدية لها وهيكل راس المال.

المحور الرابع: أثر المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات اداء البورصة المصرية وحركة الأسهم EGX30 خلال الفترة من (٢٠٠٨ - ٢٠٢٤) وقائمة التدفقات النقدية

١- أثر التضخم على مؤشرات البورصة المصرية وفقا لمؤشر EGX30

تعتبر مصر من الاقتصادات الناشئة التي يتوافر لديها سوق مال منظم بشقية الأولى والثانوي في تحويل المدخرات، ونتيجة لما حدث من تطور في السوق واستحداث

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

تقنيات تكنولوجية حديثة استطاع السوق المصري توفير مناخ جاذب للاستثمار الوطني والأجنبي (عبد الجواد، ٢٠٢٠)

شهدت سوق الأسهم المصرية تقلبات انعكست على أداء نشراتها، فقد سجل مؤشر البورصة EGX30 عام ٢٠٠٨ انخفاضا ملحوظا نتيجة الازمة المالية العالمية حيث انخفض المؤشر من ١٠٥٥ نقطة عام ٢٠٠٧ الى ٤٥٩٦ نقطة. وفي اعقاب قرار تعويم الجنية نوفمبر ٢٠١٦ فقد سجل المؤشر انخفاضا يصل الى ١٥٠١٩ نقطة مقارنة بعام ٢٠١٧ سجل ١٣٠٣٦، ونتيجة جائحة كورونا فقد أثر ذلك على مؤشر البورصة المصرية حيث انخفض عام ٢٠٢١ الى ١٠٧٠٥ نقطة مقارنة بعام ٢٠٢٠ الذي وصل الى ١٣٧٨٩ نقطة. وأخيرا انخفض المؤشر انخفاضا كبيرا نتيجة ارتفاع موجات التضخم العالمي وحرب روسيا وأوكرانيا حيث وصل المؤشر الى ٩١٢٠ نقطة.

وفي عام ٢٠٢٣ وعلى الرغم من الاحداث الاقتصادية التي شهدها العالم الا ان ارتفع مؤشر EGX30 بداية عام ٢٠٢٣ ليل الى ١٦٣٤٤ الى ان وصل في نهاية العام الى ٢٤٨٠١ وفي بداية عام ٢٠٢٤ وصل الى أقصاه ٥٥٢٣ نقطة نتيجة انخفاض المستوى العام لأسعار السلع الغذائية.

#### ب- أثر التضخم على قائمة التدفقات النقدية:

التضخم مفهوم اقتصادي في الأساس انما له تأثير كبير على الأداء المالي للمنشأة والقرارات الاستثمارية الحالية والمستقبلية، للتضخم أثر كبير على بيانات التدفقات النقدية توضح قائمة التدفقات النقدية المبالغ المحصلة والمدفوعة من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، الا ان التضخم يمكن ان يشوه دقة البيانات الواردة بقائمة التدفقات النقدية مما يجعل من الصعب تحليل الأداء المالي للشركة بشكل دقيق. حيث يؤثر التضخم على قائمة التدفقات النقدية من خلال الشكل التالي:



**الشكل رقم (٣)**  
**تأثير التضخم على التدفقات النقدية**  
**المصدر: الشكل من اعداد الباحث**

ومن الشكل السابق يلاحظ ان التضخم يؤثر على قائمة التدفقات النقدية من خلال:

- يؤثر على القوة الشرائية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حيث يقلل التضخم من القوة الشرائية للتدفقات النقدية مما يجعل من الصعب على الشركات الحفاظ على عملياتها،
- ارتفاع تكاليف: كما يؤثر التضخم على زيادة تكلفة أسعار السلع والخدمات وخاصة المواد الخام وارتفاع أسعار الطاقة، مما يؤثر بشكل كبير على التدفقات النقدية حيث يؤدي الى ارتفاع التدفقات النقدية الخارجة
- أسعار الفائدة: يؤثر التضخم على أسعار الفائدة حيث تتدخل الدولة للحد من التضخم من خلال رفع سعر الفائدة الا ان ذلك يؤثر على الشركات من خلال ارتفاع تكلفة الاقتراض وذلك لتمويل عملياتها في ظل ارتفاع المستوى العام للأسعار.
- يؤثر التضخم على تقييم البنود غير النقدية مثل الحسابات المدينة والمخزون والأصول الثابتة حيث يتم تقييم هذه البنود بالتكلفة التاريخية التي لا تعكس قيمتها الحقيقية بسبب التضخم

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

ومما سبق يلاحظ ان التضخم من أكثر العوامل تأثيراً على التدفقات النقدية كأحد محركات القيمة، لذا وجب على المنشأة إدارة التدفق النقدي بشكل أكثر فاعلية في ظل التضخم وتتبع تأثير التضخم على الدخل والنفقات والاستثمارات من خلال ضبط استراتيجيات التسعير والخطط الاستثمارية لضمان قدراتهم في الحفاظ على قوتهم الشرائية في مواجهة التضخم.

**المحور الخامس: الأثر المتوقع للتضخم على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم.**

تناولت الدراسات السابقة (pwc,2022) (World Bank,2020) ان للتضخم عواقب كبيرة على أسعار الأسهم وان التضخم الأعلى والأكثر تقلباً له اثار سلبية على جميع الأصول المالية من أسهم وسندات بعكس التأثير على الذهب والمقننات من الأصول الأخرى، وبالتالي فان أولوية الشركات للتحوط ضد التضخم -inflation hedging لمعظم المستثمرين من خلال تتبع اثار التضخم على محركات القيمة.

ولتوضيح تأثير التضخم على قيمة الأسهم سيتم من خلال الشكل رقم (٤) من خلال الاعتماد على محركات القيمة حيث يوضح مسارات متعددة يمكن ان يؤثر بها التضخم على قيمة المنشأة:

١- **سعر الفائدة Interest Rate**: المتغير الأكثر ارتباطاً بالعلاقة المباشرة بين قيمة الأسهم والتضخم، ويشكل العوائد المتوقعة للمستثمرين لاستثمارهم في أسهم الشركة. فاذا كان معدل التضخم اعلى من المتوقع فسيرتفع أسعار الفائدة، وهي أحد الاستراتيجيات الرئيسية التي تستخدمها البنوك المركزية لمواجهة التضخم، مما سيؤدي الى زيادة تكلفة الاقتراض، مع زيادة العائد الذي يطلبه كل من مستثمري الأسهم والمقرضين

٢- **علاوات المخاطر ومخاطر الفشل Failure risk & Risk Premiums**

فعلاوة مخاطر الأسهم هو الفرق بين العائد المتوقع من الاستثمار في أصول ذات مخاطرة عالية مقارنة مع عائد الاستثمار في أصول خالية من المخاطر، فالتضخم ليس له تأثير مباشر على علاوة مخاطر الأسهم ولكن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي الى مزيد من عدم التأكد وبالتالي تميل علاوة المخاطر

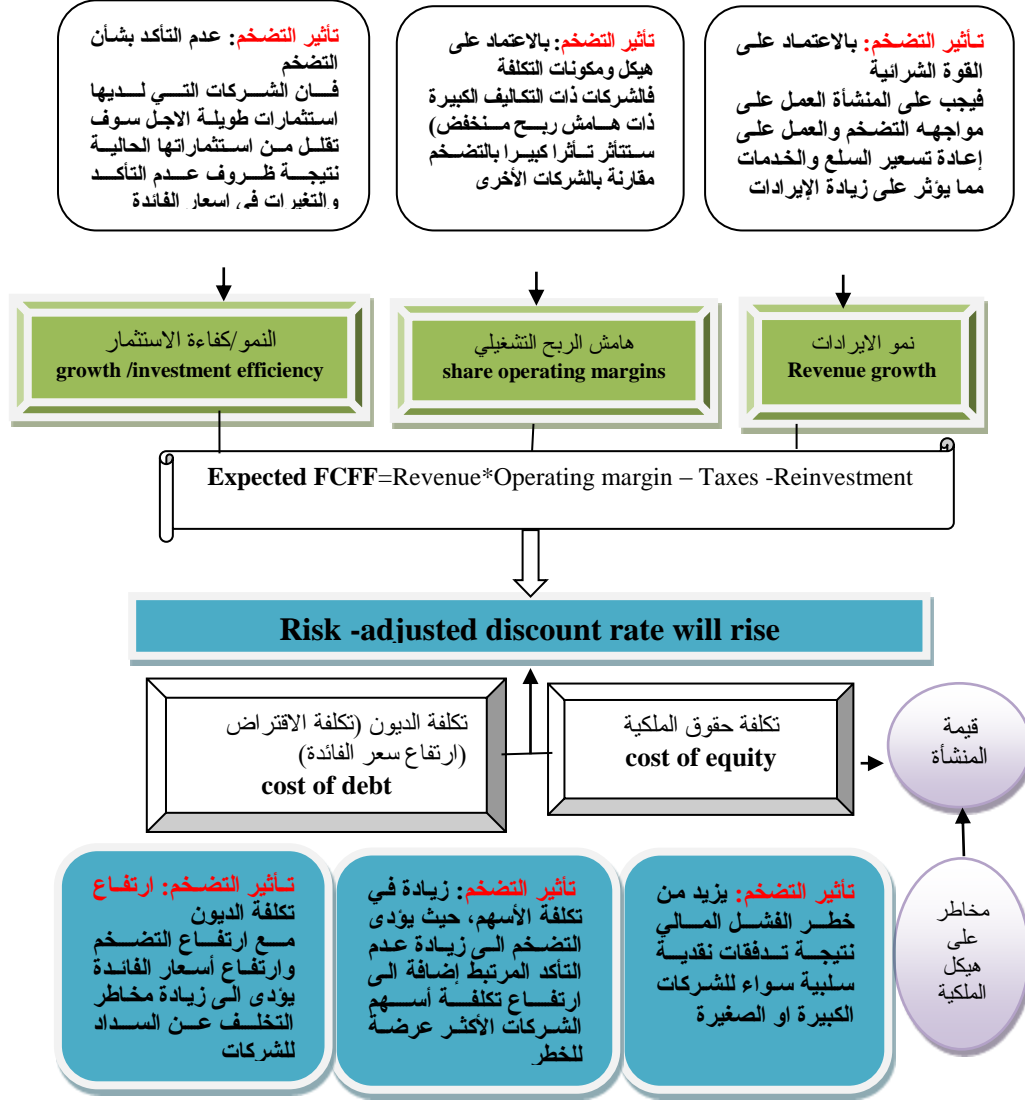
على الأسهم للارتفاع إضافة الى ان ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي الى زيادة مخاطر التخلف عن السداد a higher risk of default.

٣- **معدل النمو في الإيرادات Revenue Growth Rates** مع ارتفاع التضخم سيكون لدى المنشأة خيار رفع الأسعار ويتأثر ذلك بالقوة التسعيرية للمنشأة فالشركات التي لديها سياسة تسعيرية وتتمتع بقوة تنافسية ستقوم بذلك بسهولة بعكس الشركات التي ليس لديها سياسة تسعيرية قوية.

٤- **هامش التشغيل Operating Margins** هو مقياس لكفاءة عمليات التشغيل فاذا ارتفعت الإيرادات والتكاليف بنفس معدل الزيادة في التضخم فلن تتأثر المنشأة بالتضخم، بعكس الشركات التي لديها تكاليف حساسة sensitive costs بشكل كبير من التضخم ولن تتأثر الإيرادات بشكل كبير، سينخفض لديها هامش الربح التشغيلي

ومما سبق يتضح ان للتضخم تأثيرات كبيرة من خلال رفع أسعار الفائدة وزيادة أسعار السلع والخدمات مما سينعكس على تغيير في سلوكيات وتفضيلات العملاء وعلى تكاليف الإنتاج وتكاليف التخزين وتعويضات العاملين غيرها، لذلك يجب على المنشأة إعادة النظر في السياسات والإجراءات المرتبطة بإدارة المخاطر والسياسات المحاسبية والتقديرات المحاسبية المبنية على افتراضات بسبب زيادة عدم التأكد في بيئة الاعمال للتكيف مع هذه البيئة التضخمية

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية



#### الشكل رقم (٤)

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وقيمة المنشأة وتأثيرها على الأسهم

المصدر: الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة



ومن الرسم السابق يتضح ان مؤشر التضخم كأحد أهم المتغيرات الاقتصادية والذي يعتبر مؤشر رئيسي للنمو الاقتصادي والاستقرار يؤثر بشكل مباشر على قيمة المنشأة. وتتمثل محركات قيمة المنشأة في التدفقات النقدية Cash flow والنمو growth والمخاطر Risks

**التأثير على التدفقات النقدية:** القاعدة العامة أن يؤثر التضخم على التدفقات النقدية، فعندما يكون التضخم مرتقعا تقوم المنشأة برفع أسعار السلع والخدمات مما يؤدي الى انخفاض الطلب عليها وبالتالي ينعكس على إيرادات وربحية المنشأة، وبالتالي يؤثر بالسلب على انخفاض القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية التي تستطيع الشركة تولدها لأنها لا تستطيع زيادة الأسعار دون خفض المبيعات بنفس تكاليفها التشغيلية.

**تأثير التضخم على النمو:** يعتبر معدل النمو للمنشأة من اهم العوامل التي يأخذها المستثمرون في الاعتبار عند تقييم المنشأة، وقد توصلت دراسة (2023)، (Ferraro) ان للتضخم تأثير على انخفاض معدل النمو بالمنشأة وانخفاض مبيعاتها مما يؤدي الى تآكل قيمة المنشأة. كما توصلت دراسة (KPMG, 2023) ان معدل النمو طويل الاجل كأحد أهم المدخلات الرئيسية في حساب التدفقات النقدية، حيث يشمل معدل النمو طويل الاجل على معد النمو التضخمي فيجب على الشركات التي لديها نمو حقيقي ان تظهر نموا في التدفقات النقدية بمعدل التغيرات في الأسعار طويلة الاجل في منتجاتها وتكاليفها.

**تأثير التضخم على المخاطر (تكلفة راس المال):** تعتبر تكلفة راس المال أحد المحركات التي تؤثر على قيمة المنشأة فزيادة معدل العائد الخالي من المخاطر إضافة الى زيادة تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون. انه كلما ارتفعت تكلفة راس المال انخفضا القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبالتالي انخفاض قيمة الأسهم

**ومما سبق يتضح للباحث الاتي:**

- ١- ان التضخم المرتفع سيكون له تأثيرات متباينة على الشركات فبعض الشركات ستستفيد من التضخم والبعض سيتضرر من معدلات التضخم المرتفعة والبعض لن يتأثر.

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

- ٢- اثار التضخم على قيمة المنشأة يمكن ان نختصرها ونختزلها في تأثير التضخم على نمو التدفقات النقدية او المخاطر التي تؤثر على التدفقات النقدية
- ٣- ان التضخم المرتفع سيؤثر بشكل كبير على الأسواق المالية بشكل مؤقت حتى يتم إعادة ضبط التوقعات وتقييم المستثمرون لعلاوات المخاطر من ناحية، ومن ناحية أخرى تحاول الشركات ضبط انظمة التسعير وهيكل التكلفة الخاصة بها للتعامل مع التضخم المرتفع.
- ٤- ان هناك عوامل تلعب دورا مؤثرا في تحديد التأثير النهائي للتضخم على قيمة المنشأة

**العوامل التي ستلعب دورا مهما في تحديد تأثير النهائي للتضخم على قيمة المنشأة تتلخص في الجدول التالي:**

العوامل	المتغيرات التي تؤثر عليها
قوة التسعير (من خلال نقل مخاطر التضخم الى العملاء) Pricing Power	ستتأثر القوة التسعيرية ب: - المنافسة - تدخل الحكومة في سياسة التسعير - نوع السلع والخدمات (سلع أساسية)
هيكل التكاليف Cost Structure	فان الشركات التي لديها تكاليف أكبر ستكون أكثر تأثرا بالتضخم ومنها تكلفة البضاعة المباعة وتكاليف العمالة وغيرها
كفاءة الاستثمار Investment Efficiency	كلما كان لدى المنشأة خيارات استثمار طويلة الاجل كلما تأثرت بشكل سلبي بالتضخم ويتوقف ذلك على نوع النشاط فان الشركات الانشاءات والتصنيع وشركات التكنولوجيا المالية لديها استثمارات كبيرة طويلة الاجل
تكلفة حقوق الملكية Cost of equity	كلما زادت تكلفة حقوق الملكية كلما تأثرت المنشأة أكثر بالتضخم ويتوقف ذلك على طبيعة المخاطر المرتبطة بالصناعة او النشاط
تكلفة الديون Cost of debt	كلما زادت الفوائد المستحقة على المنشأة كلما زاد ليها مخاطر التخلف عن السداد وبالتالي ستتأثر بشكل أكبر بالتضخم ويتوقف ذلك على الأرباح واستقرارها، حجم الديون لدى المنشأة

## القسم السابع: نتائج الدراسة والتوصيات:

### توصلت الدراسة الى النقاط الآتية:

- يشهد العالم تضخم اعلى ما تم مشاهدته خلال الفترات السابقة من ارتفاع في (المؤشر العام لأسعار المستهلك ومؤشر أسعار المنتجين وارتفاع في معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي (GDP).
- إضافة الى وجود تذبذب في سوق الأوراق المالية بين المستثمرين والبنوك المركزية حول ما إذا كان هذا التضخم سيؤثر على عدم استقرار السوق لفترة قصيرة الاجل الى ان تستعيد الشركات قدرتها على ضبط التسعير ويقوم المستثمرين بتقييم العوائد من المخاطر.
- لا تتأثر جميع الشركات بالارتفاع في معدل التضخم فان الشركات التي لديها ميزة تنافسية وعلامة تجارية كبيرة وقدرة على ضبط سياسة التسعير فهي الأفضل في السوق. في حين ان الشركات الأخرى يجب عليها إعادة تسعير الأسهم والسندات لان المستثمرين لن يتأثروا فقط بعائد الاستثمار فقط ولكن بتقييم مخاطر التخلف ع السداد
- إذا كانت المتغيرات الاقتصادية وخاصة التضخم تؤثر على أداء أسواق الأسهم، فان المعلومات التي توفرها القوائم المالية تلعب دورا حيويا في مدى كفاءه تلك الأسواق. وان تعكس العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم. وان تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية التي تولد عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر
- ان للتضخم تأثيرات كبيرة من خلال رفع أسعار الفائدة وزيادة أسعار السلع والخدمات مما سينعكس على تغيير في سلوكيات وتفضيلات العملاء وعلى تكاليف الإنتاج وتكاليف التخزين وتعويضات العاملين غيرها، لذلك يجب على المنشأة إعادة النظر في السياسات والإجراءات المرتبطة بإدارة المخاطر والسياسات المحاسبية والتقديرية المحاسبية المبنية على افتراضات بسبب زيادة عدم التأكد في بيئة الاعمال للتكيف مع هذه البيئة التضخمية

## توصيات الدراسة:

### في ضوء ما تم التوصل اليه من نتائج نظرية توصى الدراسة:

- يجب على المحاسبين عدم تنحى الآثار المحاسبية للتضخم على القوائم المالية وضرورة اتخاذ كافة الإجراءات والتحسينات على المعايير المحاسبية والمهنية، لأنه يعتبر قوة مدمرة خفية تؤثر بشكل كبير على المهنة بشكل عام وعلى أسعار الأسهم وسوق الأوراق المالية بشكل خاص حيث يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم والتعثر المالي.
- يجب على البنوك المركزية إيجاد حلول بديلة للتعامل مع هذا التضخم الجامح وضرورة التوقف عن كون التضخم تحت السيطرة وان هناك استقرار في أسعار الفائدة.
- فتح افاق جديدة لدراسات مستقبلية لبيان الآثار المحاسبية للمتغيرات الاقتصادية على بنود القوائم المالية في ظل معايير التقارير المالية الدولية وتحسين جودة التقارير المالية.
- ضرورة الاخذ في الاعتبار متغيرات الاقتصاد الكلى عند اعداد القوائم المالية وخاصة قائمة التدفقات النقدية، لأنها توفر أساس لعملية القارنة بين أداء المؤسسات المالية ومقارنة الأداء وتساهم في عملية التنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم
- يمثل التضخم مع انخفاض قيمة العملة المحلية ضريبة خفية تدفها الشركات، وبالتالي يعتبر أحد العوامل المهيمنة لقياس قيمة المنشأة.

## المراجع

### ١- المراجع باللغة العربية:

- أمين، عصام حمدي مصطفى (٢٠٢١) أثر التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، العدد الثاني، المجلد الثاني، ٤٢٧ - ٤٧٤.
- القليطي، إبراهيم عبد المجيد على (٢٠٢٣) أثر هيكل الملكية على العالقة بين خطر انهيار أسعار الأسهم وتكلفة راس المال للشركات المرجة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية تجارة، جامعة المنوفية، ٤ مجلد ٥١.
- النجار، سامح محمد، بسيوني، مروة محمد (٢٠٢٣) أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دليل تطبيقي، مجلة البحوث المحاسبية، كلية تجارة، جامعة طنطا، العدد الأول
- عبد الجواد، راضي السيد (٢٠٢٠) تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر، مجلة كلية الساسة والاقتصاد، كلية التجارة، جامعة بنى سويف العدد الثامن. (٤٠-١).
- عبد الرحيم، رضا محمود محمد (٢٠٢٢). دراسة واختبار تأثير قوة المديرين التنفيذيين وخطر انهيار الأسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل ادارة الأرباح. المجلة العلمية للبحوث المالية والتجارية كلية تجارة، جامعة دمياط، العدد ٣ مجلد ٢، ٨١٧-٨٧١.
- محمود، عبد الحميد العيسوي (٢٠٢٣) أثر ممارسات إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة التدفقات النقدية على دقة توقعات المحللين الماليين بأسعار الأسهم مع دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثاني، المجلد السابع.
- مختار، دينا حمدي (٢٠١٩)، نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية للشركات في خمة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية تجارة، جامعة بنها.

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

## ٢- المراجع باللغة الإنجليزية:

- Andrea Appollonia, Grzegorz Zimon, Hossein Tarigh, and Maede Kamali (2021). Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers Withhold Bad News in the Crisis-Ridden Iran Market? Available at: <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/7/3688> .
- Bing, Wang, et al, (2023), Industry Cash Flow Volatility and Stock Price Crash Risk, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4387281](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4387281).
- Bing ,Wang. Cheng Kung, Liu Xinyu and Yan Gu (2023), Industry Cash Flow Volatility and Stock Price Crash Risk, Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4387281](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4387281)
- Dang, H. N., Nguyen, T. T. C., & Tran, D. M. (2020). The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 7, No (3), 63–72.
- Dinh, Ngaos & Tran Nguyen (2023). Stock liquidity and stock price crash risk: Evidence from Vietnam. Cogent Business & Management Available at: <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2277481>
- Ferraro, Tommaso (2023), **The impact of inflation on business valuation.** Available at: <https://ldp-ita.com/the-impact-of-inflation-on-business-valuation/> .
- Isma, Nisrin & Rahman, Aulia (2023), The impact of inflation on firm value moderated by earnings quality in Indonesia. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v12i5.2751>.
- Kalia, Ankita (2024), CEO power and stock price crash risk in India: the moderating effect of insider trades. Asian Journal of Economics and Banking, Available at: <https://www.emerald.com/insight/2615-9821.htm> .
- Khan, Jawad (2018) The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange, Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.9, No.13.
- KPMG (2023), How will higher interest rates and inflation affect impairment testing of non-financial assets. Available at:

<https://kpmg.com/be/en/home/insights/2023/01/ifrs-frut-impairment-testing-ias36.html> .

- Najia Maria Trifonia & Naatsir, Khairina. (2023), The Effect of Inflation, Liquidity, and Capital Structure on Financial Performance of Consumer Goods Companies Listed on IDX, International Journal of Application on Economics and Business, Volume 1, Issue 1.
- PWC ,(2021) How could rising interest rates and inflation impact financial reporting?, Available at: <https://www.pwc.co.nz/insights-and-publications/2021-publications/how-could-rising-interest-rates-and-inflation-impact-financial-reporting.html> .
- Ravi, Gayathri (2022), Macroeconomic Factors That Affect the Stock Market, available at <https://www.tickertape.in/blog/macroeconomic-factors-that-affect-the-stock-market/>.
- Saleh, dean & Saepudin, Asep & Anggadini, Sri (2022), The Impact of Stock Price Analysis on Cash Flow, Sales Growth and Net Income on a Company's Performance: A Survey Study on Coal Mining Companies Listed on Indonesia's Stock Exchange, Society journal, Vol 10, No (2), 441-451.
- Salim, Erwin (2021), The Influence of Cash Flow and Profit on Stock Price. Journal of Management, Vol 12, No (1) ,557-564.
- Thuy, Cao & Vinh, Huong & Nguyen, Canh & Nguyen, Liem, (2022), The mediating effect of stock price crash risk on the relationship between corporate social responsibility and cost of equity moderated by state ownership: Moderated-mediation, available at: <https://www.researchgate.net/publication/359733918> .
- Wallin, Emelie (2020), Do changes in macroeconomic variables affect stock market volatility? Master's Programme in Economics, UMEA University.
- Zhang, Shuhua (2024). The Driving Factors of Stock Price Crash Risk. Available at: [https://doi.org/10.2991/978-94-6463-246-0\\_86](https://doi.org/10.2991/978-94-6463-246-0_86).

الدور الوسيط للتضخم في العلاقة بين التدفقات النقدية وأسعار الأسهم: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية