

أثر الربحية على القيمة السوقية للسهم قبل وأثناء وبعد جائحة كورونا (دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في بورصة عمان)

د. راكان الفجر¹ د. عبد الرحمن محمد² د. مالك السليمان³

المستخلص

هدف البحث إلى تحليل تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2018 إلى 2024. مع التركيز على مقارنة ثلاث مراحل زمنية (ما قبل الجائحة، وأثناء الجائحة، وما بعد الجائحة). قد اعتمد البحث على ثلاثة مؤشرات رئيسة للربحية وهي: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS). وشملت عينة البحث جميع المصارف المدرجة في البورصة والبالغ عددها (18) مصرفاً، وذلك نظراً لاستمرارية عملها وتوفر بياناتها المالية بشكل كامل طوال فترة الدراسة. كما اعتمد على المنهج الوصفي التحليلي في إنجاز البحث، إذ جمعت البيانات من التقارير المالية الصادرة عن الشركات ومن النشرات الرسمية الصادرة عن بورصة عمان، ولتحليل البيانات استعملت أساليب إحصائية عدة، من خلال البرنامج الإحصائي SPSS.

أظهرت نتائج البحث وجود تباين واضح في تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية المختلفة للجائحة. فقد برز تأثير ربحية السهم (EPS) بشكل ملحوظ خلال فترة الجائحة، بينما حافظ العائد على الأصول (ROA) على تأثيره الإيجابي المستقر، في حين لم يظهر العائد على حقوق الملكية (ROE) تأثيراً ذا دلالة إحصائية في جميع المراحل. وبناءً على هذه النتائج، يوصي البحث بضرورة اعتماد التحليل الزمني الديناميكي لمؤشرات الربحية، والتركيز على ربحية السهم بوصفه مؤشراً رئيساً خلال فترات الأزمات، مع تحسين جودة الإفصاح المالي في المصارف، وتبني إستراتيجيات استثمارية مرنة تستجيب للمتغيرات الاقتصادية المختلفة.

الكلمات المفتاحية: الربحية، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، ربحية السهم EPS، القيمة السوقية للسهم.

¹ محاضر في كلية الاقتصاد والإدارة الثانية، جامعة إدلب.

² مدرس في قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

³ أستاذ مساعد في قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.

**The Impact of Profitability on Stock Market Value Before,
During, and After the COVID-19 Pandemic**
(An Applied Study on Banks Listed on the Amman Stock
Exchange)

Dr. Rakan Fawaz Alfajr Dr. Abdulrhman Mohamed Dr. Malik Al-
Sulayman

Abstract

This study aimed to analyze the impact of the COVID-19 pandemic on the relationship between profitability indicators and the market value of banks' stocks listed on the Amman Stock Exchange during the period from 2018 to 2024, with a focus on comparing three distinct time phases: pre-pandemic, during the pandemic, and post-pandemic. The research relied on three main profitability indicators: Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Earnings Per Share (EPS). The study sample included all banks listed on the exchange, totaling 18 banks, due to their operational continuity and the complete availability of financial data throughout the study period. The descriptive analytical approach was adopted, whereby data were collected from the financial reports issued by the companies and the official publications of the Amman Stock Exchange. Several statistical methods were employed for data analysis using the SPSS statistical program.

The results revealed clear variations in the impact of profitability indicators on stock market value across the different phases of the pandemic. The impact of Earnings Per Share (EPS) was notably prominent during the pandemic period, while Return on Assets (ROA) maintained its stable positive influence. In contrast, Return on Equity (ROE) did not show a statistically significant impact in all phases. In light of these findings, the study recommends adopting dynamic temporal analysis of profitability indicators, focusing on Earnings Per Share (EPS) as a key indicator during crisis periods, improving the quality of financial disclosure in banks, and adopting flexible investment strategies that respond to different economic variables.

Keywords: Profitability, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Earnings Per Share (EPS), Stock Marke

مقدمة البحث:

تشكل العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للأسهم الأساس في تقييم الأداء المالي وكفاءة السوق، إذ تمثل الربحية المؤشر الأبرز لقدرة الشركة على خلق القيمة للمساهمين. وفي القطاع المصرفي، تكتسب هذه العلاقة أهمية مضاعفة نظراً لحساسية هذا القطاع للتقلبات الاقتصادية وكونه عصب النشاط المالي. قد هزت جائحة كورونا (كوفيد-19) كيان الاقتصاد العالمي، محدثة صدمة غير مسبوقة في الأسواق المالية، وهو ما ألقى بظلاله على المنطق التقليدي لتسعير الأصول وأثار أسئلة جوهرية حول مدى صلابته ومرونة العلاقات المالية الراسخة في ظل الأزمات.

وعلى الرغم من ثراء الأدبيات التي تناولت العلاقة بين مؤشرات الربحية كالعائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE، وربحية السهم EPS والقيمة السوقية، إلا أن الغالبية العظمى منها ركزت على فترات الاستقرار الاقتصادي. كما أن الدراسات القليلة التي تناولت فترات الأزمات لم تقم بمقارنة منهجية ديناميكية لأثر هذه المؤشرات عبر المراحل المختلفة للأزمة ذاتها (قبل، أثناء، وبعد)، وهو ما يخلق فجوة بحثية واضحة. ارتأى الباحثون القيام بهذه الدراسة لسد هذه الفجوة، من خلال تتبع وتحليل التغير في قوة واتجاه تأثير مؤشرات الربحية الرئيسة على أسعار أسهم المصارف في بورصة عمان عبر ثلاثة سياقات زمنية متميزة ترتبط بجائحة كورونا، سعياً لفهم آليات تكيف السوق المالي مع الصدمات الخارجية الشديدة.

الدراسات السابقة:

A. دراسة (العجلوني، 2011)، بعنوان:

"أثر الربحية في القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية الأردنية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على إذا ما كان هنالك علاقة بين ربحية المصارف التجارية الأردنية والقيمة السوقية لأسهمها المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين عامي (2000-2007) وذلك من خلال نسب الربحية (معدل العائد على الاستثمار

ROI، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل القيمة السوقية إلى العائد (P/E). اعتمد على المنهج الوصفي والمنهج الإحصائي والتحليلي، فقد استعمل معامل الارتباط لقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع للبنود الثلاث مجمعة، واعتمد T-test ذي الحدين لاختبار الفرضيات، كما استعملت (P-Value) P لتقدير الدلالة الإحصائية.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها ميل المستثمرين في أسهم المصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان إلى السلوك المضارب في الاستثمار، وأن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تعكس الأداء الربحي للمصارف. أوصت الدراسة بضرورة توفير معلومات دقيقة وشفافة وذات توقيت ملائم للمستثمرين في بورصة عمان وتشجيع المستثمرين المؤسسين من المؤسسات المالية وغيرها على الاستثمار في البورصة كي لا تتأثر أسعار الأسهم بالمضاريات بشكل كبير.

B. دراسة (Islam et al., 2014)، بعنوان:

How earning per share affects on share price and firm value?

كيف يؤثر ربح السهم على سعر السهم وقيمة الشركة؟

هدفت الدراسة إلى تحليل مدى استجابة أسعار الأسهم في القطاع المصرفي للتغيرات في ربحية السهم وكشف العوامل الاقتصادية المؤثرة على هذه العلاقة. اعتمدت الدراسة على بيانات 110 مشاهدة مالية لـ 22 مصرفاً مدرجاً في بورصة بنغلادش. ولإنجاز الدراسة استعملت نماذج الانحدار الزمني وتحليل العوامل الاقتصادية الكلية والجزئية.

أظهرت النتائج أن استجابة سعر السهم للتغيرات في ربحيته تكون بطيئة وغير متناسبة، كما أن حركة السعر تخضع لتأثير عوامل اقتصادية كلية مثل التضخم وأسعار الفائدة، إضافة إلى عوامل جزئية مرتبطة بكفاءة المصرف وحجم السوق. وقد أوصت الدراسة المستثمرين بعدم الاعتماد حصرياً على ربحية السهم في اتخاذ القرارات

الاستثمارية، بل يجب دمج تحليل العوامل الاقتصادية والمالية الأخرى، كما دعت إدارات المصارف إلى تعزيز الشفافية في الإفصاح المالي والاهتمام بتأثير العوامل الخارجية على الأداء.

C. دراسة (Purba & Nasution, 2021)، بعنوان:

Analysis of Stock Prices and Profitability Level in the Before and After the Covid-19 Pandemic (Case Study)

تحليل أسعار الأسهم ومستوى الربحية قبل وبعد جائحة كوفيد-19 (دراسة حالة)

هدفت الدراسة إلى تحديد وتحليل ما إذا كانت هناك اختلافات معنوية في أسعار الأسهم ومستويات الربحية قبل وبعد الإعلان عن حالة جائحة كوفيد-19 في إندونيسيا في شركة Garuda Indonesia, Tbk. للربع الأول إلى الثالث من عامي 2019 و 2020. نوع البيانات المستعملة هو بيانات كمية في شكل أسعار الإغلاق اليومية (أسعار الإغلاق) ونسب الربحية المقاسة بصافي هامش الربح (NPM)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق المساهمين (ROE) للربع الأول إلى الثالث من عامي 2019 و 2020. مصدر البيانات هو البيانات الثانوية التي حُصلَ عليها من بورصة إندونيسيا (IDX) والموقع الرسمي للشركة Garuda Indonesia, Tbk، والأداة التحليلية المستعملة لإثبات الفرضية في هذه الدراسة هي اختبار t للعينات المزدوجة باستعمال برنامج SPSS.16.

تشير نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود اختلاف معنوي في أسعار الأسهم ومستويات الربحية كما قيس بصافي هامش الربح (NPM)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق المساهمين (ROE) بين الفترات قبل وبعد الإعلان عن جائحة كوفيد-19.

D. دراسة (Höhler & Lansink, 2020)، بعنوان:

Measuring the impact of COVID-19 on stock prices and profits in the food supply chain

قياس تأثير كوفيد-19 على أسعار الأسهم والأرباح في سلسلة إمدادات الغذاء

هدفت الدراسة إلى تحليل أسعار الأسهم والمعلومات من التقارير المالية لفحص تأثير الجائحة على تقلبات أسعار الأسهم وأرباح الشركات في سلسلة إمدادات الغذاء. وقد استُعملت مجموعة بيانات من 71 شركة مدرجة رئيسية في سلسلة القيمة الغذائية من مؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة واليابان وأوروبا. كما حُسب التقلب السنوي لكل قطاع، وفحص محتويات التقارير للآثار المعلنة للجائحة على الأرباح، وتحليل ردود فعل أسعار الأسهم في أربع مراحل مختلفة من الجائحة.

أظهرت النتائج أن أسواق الأسهم استجابت بزيادة في تقلبات الأسعار. كما لوحظ انخفاض في تقلبات الأسعار في أسهم تجار التجزئة للسلع الغذائية. ينعكس هذا النمط أيضاً في أرباح الشركات المنشورة في التقارير المالية. وأظهرت النتائج أن أسهم الشركات الأكثر ربحية أظهرت عوائد تراكمية أعلى خلال فترة تفشي الجائحة.

E. دراسة (بن دحمان وقليل، 2024)، بعنوان: "مؤشر الربحية للأداء المالي وأثره على القيمة السوقية للسهم، دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2023"

هدفت الدراسة إلى تبيان أثر الربحية كمؤشر للأداء المالي ممثلاً في العائد على الأصول وربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للأسهم والتي عُبِّرَ عنها بسعر الإغلاق للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك اعتمدَ على عينة مكونة من 3 مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر موزعة على قطاع الصيدلة (مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفار) وقطاع الخدمات (مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي") خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2023، تم استعمال المنهج الوصفي من أجل توضيح المفاهيم النظرية للربحية والأداء المالي، والمنهج القياسي من خلال تحليل بيانات Panel عن طريق الاستعانة ببرنامج Eviews.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية للعائد على الأصول على القيمة السوقية ووجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية لربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر. أوصت الدراسة

بضرورة اهتمام المستثمرين بمؤشرات الربحية عند تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية لأنها تعكس قيمتها السوقية.

F. دراسة (ماهر، 2025)، بعنوان: "أثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم

في مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي"

هدفت الدراسة الى اختبار تأثير مؤشرات الربحية معبر عنها بصافي الربح ومعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد للسهم على القيمة السوقية للأسهم في مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي، وذلك عن طريق استعمال المنهج الكمي لقياس أثر مؤشرات الربحية في القيمة السوقية. إذ اختير مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية للأسهم في مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي للفترة الممتدة من 2010 حتى 2022، كما خلّلت البيانات باستعمال برنامج Eviews.

تم التوصل إلى جملة من الاستنتاجات أهمها وجود تباين واضح في تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم في مصرف بغداد مقارنة بالمصرف التجاري العراقي من حيث مقدار التأثير لكل من المؤشرات المعتمدة وهو أمر طبيعي، لكن الاختلاف في طبيعة التأثير فمنها ما هو ينسجم مع منطوق النظرية الاقتصادية كما هو الحال لتأثير صافي الربح على القيمة السوقية في مصرف بغداد على خلاف ما هو عليه الحال بالنسبة للمصرف التجاري العراقي الذي جاء مخالفاً لمنطوق النظرية الاقتصادية. أوصت الدراسة باعتماد إستراتيجيات ووضع خطط واساليب حديثة لاستقطاب المزيد من الودائع واستغلالها في عملياتها، بما في ذلك زيادة فوائد الإيداع وتخفيض فوائد الاقراض لما في ذلك من أثر إيجابي في أداء المصارف، ما يزيد ثقة الزبائن ويعزز قيمة الأسهم.

تعقيب على الدراسات السابقة:

باستعراض الدراسات السابقة، نلاحظ تنوعاً في منهجياتها ونتائجها؛ فمنها ما أكد وجود علاقة إيجابية بين الربحية والقيمة السوقية كدراسة (بن دحمان وقليل، 2024) ودراسة (ماهر، 2025)، ومنها ما شكك في هذه العلاقة أو أرجعه إلى عوامل

وسيطرة كما في دراسة (العجلوني، 2011) ودراسة (Islam et al., 2014) كما تباينت هذه الدراسات في تغطيتها الزمنية، إذ اقتصر بعضها على فترات مستقرة، بينما تناولت دراسات أخرى تأثير جائحة كوفيد-19 ولكن في سياقات قطاعية مختلفة كدراسة (Purba & Nasution, 2021) التي ركزت على قطاع الطيران، ودراسة (Höhler & Lansink, 2020) التي تناولت سلسلة إمدادات الغذاء، دون تركيز متعمق على القطاع المصرفي الأردني خلال مراحل الأزمة بكاملها. وانطلاقاً من ذلك يمثل البحث إضافة نوعية للأدبيات الحالية من خلال الجوانب التالية:

1. **التحليل الديناميكي المقارن:** على عكس معظم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة في فترة زمنية واحدة أو قارنت بين فترتين فقط (قبل/بعد)، يقدم هذا البحث تحليلاً ثلاثي المراحل (قبل، وأثناء، وبعد) ما يسمح بفهم مسار التغير في العلاقة خلال مراحل الأزمة الكاملة: الصدمة والذروة والتعافي.
2. **التركيز على سياق الأزمة الصحية العالمية في القطاع المصرفي:** بينما تناولت بعض الدراسات الأثر العام للجائحة، يسلط هذا البحث الضوء بشكل متعمق على القطاع المصرفي الأردني الحساس والمحوري، مقدماً نتائج قابلة للتنفيذ من قبل العاملين في هذا السوق تحديداً.
3. **التمييز بين مؤشرات الربحية التشغيلية والتمويلية:** يقدم البحث تحليلاً دقيقاً يفرق بين استجابة السوق للمؤشرات التي تعكس كفاءة استعمال الأصول (ROA) وتلك التي تعكس العائد للمساهمين (ROE, EPS)، وكيف يختلف هذا التمييز في ظل الظروف غير العادية.
4. **الإطار المنهجي المتقدم:** استخدام المتغيرات التفاعلية في نموذج الانحدار المتعدد يسمح بعزل وتقدير التأثير التفاضلي للجائحة على كل مؤشر على حدة، ما يوفر دقة تحليلية أعلى من الأساليب الوصفية البسيطة أو مقارنة المتوسطات المستخدمة في بعض الدراسات السابقة.

5. توفير رؤى استباقية لإدارة الأزمات المستقبلية: لا تكتفي النتائج بوصف ما حدث، بل تقدم توصيات عملية حول أي المؤشرات يجب مراقبتها وأولويتها من قبل المستثمرين ومديري البنوك خلال كل مرحلة من مراحل الأزمة المماثلة في المستقبل، ما يعزز الجاهزية واتخاذ القرار المستنير.

مشكلة البحث:

تُعَدُّ العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان علاقةً محورية في تقييم الأداء المالي، إلا أن تداعيات جائحة كورونا أثارت تساؤلاً حول مدى استقرار هذه العلاقة عبر المراحل الزمنية المختلفة (قبل، وأثناء، وبعد الجائحة). لذلك، تكمن مشكلة البحث في عدم وضوح طبيعة التأثير الذي أحدثته الجائحة على العلاقة بين مؤشرات الربحية (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، وربحية السهم EPS) والقيمة السوقية للسهم، وما إذا كانت هذه العلاقة قد شهدت تغيراً جوهرياً يعكس درجة مرونة القطاع المصرفي وقدرته على مواجهة الصدمات الخارجية والتعافي منها.

وتمت صياغة التساؤل الرئيس للبحث على الشكل الآتي: هل يختلف تأثير الربحية على القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث المرتبطة بجائحة كورونا؟ وينبثق عنه تساؤلات فرعية:

- A. هل يختلف تأثير مؤشر العائد على الأصول (ROA) في القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث المرتبطة بالجائحة؟
- B. هل يختلف تأثير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) في القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث المرتبطة بالجائحة؟
- C. هل يختلف تأثير مؤشر ربحية السهم (EPS) في القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث المرتبطة بالجائحة؟

أهمية البحث:

أولاً- الأهمية النظرية:

1) **سد فجوة أدبية:** يسد البحث فجوة في الأدبيات المالية من خلال تقديم تحليل مقارنة ديناميكي لأثر الربحية على القيمة السوقية عبر ثلاث مراحل زمنية متميزة مرتبطة بأزمة عالمية، وهو تحليل محدود الوجود في الدراسات السابقة وخاصة في البيئة الأردنية.

2) **اختبار مرونة النظريات:** يختبر البحث مرونة النظريات المالية التقليدية (كفاءة السوق، ونظرية الإشارة) في تفسير علاقة الربحية بسعر السهم خلال فترات الاضطراب الشديد وعدم اليقين، ما يسهم في تطوير الإطار النظري لسلوك الأسواق الناشئة أثناء الأزمات.

3) **الإثراء المنهجي:** يقدم نموذجاً منهجياً قابلاً للتطبيق في سياقات أزمات أخرى أو قطاعات اقتصادية مختلفة، يعتمد على تحليل الانحدار مع المتغيرات الوهمية والتفاعلية لقياس التغير الزمني في العلاقات.

ثانياً- الأهمية التطبيقية:

1. **للمستثمرين ومحلي الأسواق:** يزودهم برؤى عملية حول المؤشرات الربحية الأكثر موثوقية وتأثيراً في توجيه قرارات الاستثمار والبيع والشراء خلال كل مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية (استقرار، أزمة، تعافي)، ما يعزز كفاءة تخصيص رؤوس أموالهم ويحد من المخاطر.
2. **لإدارات المصارف وصنّاع القرار المالي:** يساعد نتائجه مدراء المصارف على فهم كيف يقيّم السوق أداءهم في أوقات الأزمات، وتوجيه جهودهم نحو تحسين المؤشرات الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية (مثل EPS خلال الجائحة). كما يقدم أدلة للجهات الرقابية والمصرف المركزي حول آليات انتقال الصدمات وأهمية الشفافية المالية.
3. **لهيئات أسواق المال:** توفر النتائج مؤشرات على كفاءة السوق في استيعاب المعلومات المالية خلال الصدمات، ما يمكنها من تطوير آليات وإطار تنظيمي أكثر مرونة لتعزيز ثقة المستثمرين واستقرار السوق.

أهداف البحث:

يسعى البحث إلى تحليل تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان، وذلك من خلال هدف رئيس يتمثل بتحليل تأثير الربحية على القيمة السوقية لأسهم المصارف عبر المراحل الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا (قبل، وأثناء، وبعد الجائحة). وينبثق عن هذا الهدف أهداف فرعية:

1. قياس تأثير مؤشر العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث.
2. تحليل تأثير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) على القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث.
3. تقييم تأثير مؤشر ربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية الثلاث.

فرضيات البحث:

تعد الربحية أحد المؤشرات الأساسية للأداء المالي، وفي ظل ما تفرضه الأزمات المفاجئة مثل جائحة كورونا من تغييرات محتملة في العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للأسهم، يأتي هذا البحث لاختبار ما إذا كان تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية لأسهم لمصارف المدرجة في بورصة عمان يظل ثابتاً عبر المراحل الزمنية المختلفة للجائحة، أم أنه يتغير بتغير الظروف الخارجية. إذ يمكن صياغة الفرضية الرئيسة للبحث كما يأتي:

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير الربحية على القيمة السوقية للسهم بين الفترات الزمنية الثلاث (قبل، أثناء، وبعد جائحة كورونا).
وينبثق عنها فرضيات فرعية تمثل أبعاداً للربحية، كما يأتي:

H₀₁: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية للسهم بين الفترات الزمنية الثلاث.

H₀₂: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير العائد على حقوق الملكية (ROE) على القيمة السوقية للسهم بين الفترات الزمنية الثلاث.

H₀₃: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير ربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية للسهم بين الفترات الزمنية الثلاث.

منهجية البحث:

من أجل تحقيق أهداف البحث اعتمدَ على المنهج الوصفي، إذ تم تناول الجانب النظري من خلال استعراض الأدبيات السابقة المتعلقة بالربحية ومؤشراتها إضافةً إلى القيمة السوقية للسهم. أما في الجانب التطبيقي فقد جُمعت البيانات المالية التاريخية من التقارير السنوية للمصارف المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وكذلك من النشرات الرسمية الصادرة عن بورصة عمان، وتشمل بيانات القيمة السوقية للأسهم ومؤشرات الربحية: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS). وقد غطى البحث فترة سبع سنوات (2018-2024) موزعة على ثلاث فترات زمنية مرتبطة بجائحة كورونا. كما حُللت البيانات واختُبرت الفرضيات باستعمال البرنامج الإحصائي SPSS، وذلك بالاستعانة بمجموعة من الأساليب الإحصائية المناسبة.

مجتمع وعينة البحث:

يتألف مجتمع البحث من جميع المصارف المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها (18) مصرفاً. ونظراً لصغر حجم المجتمع، وعدم وجود استبعاد لأي مصرف خلال الفترة (2018-2024)، فقد شملت عينة البحث المجتمع بأكمله، إذ التزمت جميع المصارف بالإفصاح عن بياناتها المالية طوال فترة الدراسة، ما يضمن اكتمال البيانات

اللازمة لجميع المتغيرات محل الاهتمام عبر المراحل الزمنية المختلفة، ويعزز من مصداقية النتائج، ويقلل من احتمالية التحيز في التعميم.

حدود البحث:

تتمثل حدود البحث في كل من الحدود المكانية، الزمانية والموضوعية، والموضحة فيما يأتي:

- (1) **الحدود المكانية:** اقتصر البحث على المصارف التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، ما قد يحد من إمكانية تعميم النتائج على قطاعات اقتصادية أخرى أو أسواق مالية في دول مختلفة.
- (2) **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة الفترة من 2018 إلى 2024، لتمكين المقارنة بين فترة ما قبل الجائحة (2018-2019)، وأثناء ذروتها (2020-2021)، وفترة ما بعدها/التعافي (2022-2024). قد لا تعكس النتائج آثار مراحل لاحقة طويلة الأمد للجائحة.
- (3) **الحدود الموضوعية:** ركز البحث على ثلاثة مؤشرات للربحية (ROA, ROE, EPS) وتأثيرها على القيمة السوقية (سعر الإغلاق)، مع التحكم في أثر الجائحة كمتغير ضابط. لم يتناول تأثير متغيرات أخرى قد تكون مؤثرة مثل حجم المصرف، ونسبة النمو، أو مؤشرات السيولة والمخاطرة.

الإطار النظري:

مفهوم الربحية:

تتمثل الربحية بالعلاقة بين أرباح الشركة والاستثمارات التي أسهمت في تحقيق تلك الأرباح. فقد عُرِفَت الربحية على أنها مؤشر الربح منسوباً إلى بعض مكونات الميزانية أو قائمة الدخل، كما تقيس الربحية الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، إضافة لكونها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها (بن العمودي

وآخرون، 2023). إذ تُعد ربحية الشركة مقياساً لكفاءة أداء أنشطتها، وهو مقياس يستخدم لتحديد نطاق ربح الشركة فيما يتعلق بحجم العمل، كما يمكن للربحية أن تعلم أصحاب المصلحة فيما إذا كانت الشركة قادرة على الحفاظ على مكانتها في السوق ومواصلة النمو، وتتكون ربحية الشركة من وجهان هما الإيرادات والنفقات، حيث تكون الشركة رابحة إذا كانت إيراداتها أكبر من نفقاتها، إضافةً إلى ذلك، يمكن استخدام الربحية لوصف قدرة الشركة على تحقيق العائد على الاستثمار (عيد وآخرون، 2023).

مؤشرات قياس الربحية:

تُعد مؤشرات الربحية من الأدوات الأساسية لتقييم الأداء المالي للشركات، إذ تقدم مقاييس كمية تعكس كفاءة الإدارة في توليد الأرباح واستغلال الموارد المتاحة، ومن أهم هذه المؤشرات معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS)، كما يأتي:

- **مؤشر العائد على الأصول ROA:** تبين هذه النسبة مقدار الأرباح التي تحققها الشركة من خلال استثمارها لأموالها ومدى فاعليتها في تحقيق الأرباح الصافية من وراء كل وحدة نقدية مستثمرة في الأصول. إذ يقيس مؤشر معدل العائد على الأصول (ROA) قدرة الوحدة الواحدة من الأصول على تحقيق الأرباح الصافية بعد الضريبة، ويحسب بقسمة النتيجة الصافية على إجمالي الأصول (بوشاكر ونوي، 2022).

$$\text{معدل العائد على الأصول ROA} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- **مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE:** تمثل حقوق الملكية التزام المنشأة تجاه ملاكها من خلال الأموال التي تخصصهم، والتي تتمثل برأس المال والأرباح التي احتجزت لغايات مختلفة. وتمثل القيمة الصافية للمنشأة بعد طرح المطلوبات من

مجموع الموجودات. ومن ثمَّ فإنَّ هذه النسبة تبين نسبة الأرباح التي حُقِّقَت من وراء كل وحدة نقد تخص المساهمين. وتمثل نسبة العائد على حقوق الملكية مجمل الأداء التشغيلي والهيكل التمويلي، إضافةً لربحية الشركة من خلال نموذج يستخدم للتوصل لها يسمى نموذج دوبونت DuPont للتحليل المالي، وتسمى المعادلة باسمه (Besley & Brigham, 2008)، وتحسب النسبة كما يأتي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية ROE} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

▪ **مؤشر ربحية السهم EPS:** يسمى نسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو يعبر عن نصيب الربح عن كل سهم عادي مستثمر في الشركة (بن دحمان، 2024). ويمثل هذا المؤشر العائد من الأرباح بعد الضريبة لكل سهم في المصرف، إذ تسعى المصارف دائماً لتحسين هذه النسبة لتحقيق رضا المساهمين، كما تعد من أهم نسب السوق التي يلجأ إليها المستثمرون الحاليون والمرقبون. إذ توضح النسبة نصيب السهم الواحد من صافي أرباح المصرف، وتحتسب ربحية السهم كما يأتي (Prewysz-Kwinto & Voss, 2017):

$$\text{ربحية السهم EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

القيمة السوقية للسهم:

تعد القيمة السوقية للسهم من الأمور المهمة في قياس قيمة الوحدة الاقتصادية وكفاءة السوق، إضافةً إلى أنها تمثل مقياساً للأداء من وجه نظر الملاك، كما أن قيمة الشركة يمكن أن تحدد من خلال السعر السوقي لأسهمها، فضلاً عن أن المستثمر في البورصة ينظر إلى هذه القيمة على أنها مؤشر لنجاح وفشل الشركة. وتعرف القيمة السوقية على أنها القيمة النظرية للأسهم المصدرة في السوق للتداول، إذ يعكس السعر السوقي للسهم معدل ربحية السهم الواحد، ويزداد معدل القيمة السوقية كلما ازداد معدل

أرباحه، وتعد الأسهم أحد أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق إذ تمثل حق من حقوق الملكية، كما تعد جزءاً من رأسمال الشركة (سلامة، 2023). وتعرف القيمة السوقية على أنها السعر الذي يتم به تداول الأسهم في البورصة، فكلما زادت أرباح الشركة زاد الطلب على أسهمها في السوق، ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم (سليمان، 2005؛ يوسف وعبد الله، 2019).

العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم في ظل جائحة كورونا

تُعد العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم من الموضوعات المحورية في الأدبيات المالية، نظراً لأثرها في تفسير سلوك المستثمرين وآليات تسعير الأوراق المالية. وتشير الدراسات إلى وجود ارتباط إيجابي بين مؤشرات الربحية والأداء السعري للسهم، إلا أن الجائحة العالمية وما رافقها من ظروف استثنائية تثير تساؤلاً حول مدى ثبات هذه العلاقة عبر المراحل المختلفة التي شهدتها الاقتصاد العالمي. إذ تمثل الربحية أحد أهم المؤشرات التي يستند إليها المستثمرون في تقييم الأداء المالي للشركات واتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وتؤكد نظرية الإشارة أن تحقيق أرباح مرتفعة ومستقرة يبعث رسائل إيجابية للسوق حول كفاءة الإدارة وقدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية، ما يعزز ثقة المستثمرين ويدفع باتجاه زيادة الطلب على السهم. (Al-Matari, 2022) يذكر أن المستثمرين يميلون إلى مكافأة الشركات ذات الربحية العالية من خلال أسعار أسهم أعلى (Chen & Li, 2023). وبالنظر لأهمية الربحية في تكوين توقعات المستثمرين وتوجيه حركة أسعار الأسهم في الأسواق المالية يهدف البحث إلى اختبار احتمالية وجود تباين في طبيعة وقوة هذه العلاقة خلال المراحل الزمنية المرتبطة بالجائحة (قبلها، وأثناء ذروتها، وبعدها)، وذلك لتحديد درجة مرونة واستقرار هذه العلاقة في مواجهة الصدمات الخارجية.

الإطار العملي:

متغيرات البحث وطرق قياسها: توزعت متغيرات البحث بين متغيرات مستقلة (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، ربحية السهم EPS)، ومتغير تابع (القيمة السوقية للسهم)، ومتغير ضابط (جائحة كورونا) ويمكن تمثيل متغيرات البحث وطرق قياسها بشكل مختصر من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (1): ملخص متغيرات البحث

المتغير	طريقة القياس	المصدر
P القيمة السوقية للسهم	سعر الإغلاق بنهاية السنة	(Henrique et al., 2018; Shen & Shafq, 2020)
ROA معدل العائد على الأصول	صافي الربح مقسوماً على إجمالي الأصول	(Alshatti, 2015; Ahmed, 2015; Lartey & Antwi, 2013)
ROE معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح مقسوماً على حقوق الملكية	(Sholichah et al., 2021)؛ (بن دحمان وقليل، 2024)
EPS ربحية السهم	صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية	(Prewysz-Kwinto & Voss, 2017; Islam et al., 2014)
$COVID-19$ جائحة كورونا	متغير جائحة كورونا تم تمثيله بمتغيرين وهميين: D1: (أثناء الجائحة) = 1 خلال سنوات الجائحة، و 0 خلاف ذلك. D2: ما بعد الجائحة = 1 خلال سنوات ما بعد الجائحة، و 0 خلاف ذلك. الفئة المرجعية: فترة ما قبل الجائحة.	(Nguyen, 2023; Athira et al., 2024)

المصدر: من إعداد الباحثين

جمع البيانات:

اعتمد الباحث في جمع البيانات على أسلوب التحليل الكمي لمحتوى التقارير السنوية للمصارف المدرجة في بورصة عمان. إذ تم استخرجت قيم المؤشرات المالية الكمية الخاصة بالربحية من هذه التقارير. كما اطلع على النشرات الدورية الصادرة عن

بورصة عمان للحصول على المعلومات المتعلقة بالقيمة السوقية للسهم خلال الفترة الزمنية التي يغطيها البحث.

الأساليب الإحصائية المستعملة في تحليل البيانات:

حُلِّلت البيانات واختُبرت الفرضيات بالاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية، وباستعمال البرامج الإحصائي SPSS.29. وأهم تلك الأساليب هي:

- التحليل الإحصائي الوصفي: من خلال حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، بهدف وصف خصائص بيانات مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم.
- تحليل الانحدار المتعدد: لاختبار قوة ودلالة العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم خلال المراحل الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا، وبناء نموذج يحل تغير هذا التأثير خلال تلك المراحل.

نتائج التحليل الإحصائي:

التحليل الوصفي لمتغيرات البحث: تتمثل متغيرات البحث بكل من (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، ربحية السهم EPS)، ومتغير تابع (القيمة السوقية للسهم)، ومتغير ضابط (جائحة كورونا)، ويمكن توضيح التحليل الوصفي لهذه المتغيرات من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (2): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

رمز المتغير	اسم المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
P	القيمة السوقية للسهم	068878,2	4001030,1
ROA	العائد على الأصول	,011099	0170097,
ROE	العائد على حقوق الملكية	,075708	0337492,
EPS	ربحية السهم	,219282	2164998,
COVID-19	جائحة كورونا	,00	760,

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

يلاحظ من الجدول رقم (2) السابق ما يأتي:

- القيمة السوقية للسهم (P): بلغ متوسط القيمة السوقية لأسهم المصارف (2.068878) بانحراف معياري (1.4001030)، ويُظهر الانحراف الكبير نسبياً

تبايناً واضحاً بين المصارف من حيث حجمها وقوة مركزها المالي، كما يمكن تفسير هذا التباين جزئياً بتأثر السوق بجائحة كورونا نتيجة اضطراب التداول وتذبذب أسعار الأسهم.

- العائد على الأصول (ROA): بلغ متوسط العائد على الأصول (0.011099) بانحراف معياري (0.0170097)، يدل ذلك على أن قدرة المصارف على تحقيق أرباح من أصولها متواضعة، مع وجود تباين بينها زاد بفعل جائحة كورونا، ما يعكس اختلاف كفاءتها في استغلال الأصول.
 - العائد على حقوق الملكية (ROE): بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية (0.075708) بانحراف معياري (0.0337492)، ويظهر ذلك تبايناً في قدرة المصارف على تعظيم العائد للمساهمين. كما ساهمت ظروف جائحة كورونا في زيادة هذا التباين بسبب تفاوت مرونة المصارف في مواجهة المخاطر وتحمل الخسائر.
 - ربحية السهم (EPS): بلغ متوسط ربحية السهم (0.219282) بانحراف معياري (0.2164998)، وهو ما يدل على تفاوت واضح بين المصارف في مستوى ربحية السهم. ويُعزى جزء من هذا التفاوت إلى تأثير سنوات الجائحة، التي انعكست على صافي أرباح بعض المصارف نتيجة انخفاض النشاط الاقتصادي واضطراب الأسواق.
 - جائحة كورونا (COVID-19): بلغ المتوسط الحسابي لمتغير الجائحة (1.00) مع انحراف معياري (0.760)، وذلك وفق الترميز المستعمل (0 قبل الجائحة، 1 أثناءها، 2 بعدها). ويُشير هذا إلى أن ثلاث سنوات من فترة الدراسة كانت ضمن مرحلة الجائحة، وهو ما يفسر جانباً من التباين والاضطراب الملحوظ في المؤشرات السابقة.
- اختبار الفرضيات:**

A. اختبار الفرضية الرئيسية:

من أجل اختبار فرضية البحث الرئيسية استُعمل أسلوب الانحدار المتعدد لتوضيح مدى تباين تأثير الربحية في القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الزمنية المراقبة

لظهور جائحة كورونا. ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم، كما يأتي:

الجدول رقم (3): نتائج اختبار تأثير كورونا على العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم

Block	المتغيرات	B	T	Sig.	ΔR^2	R^2 التراكمي	ملاحظات
1	الربحية	ROA	-15.743	-2.143	0.035	0.568	تأثير الربحية على سعر السهم قبل أخذ الفترة الزمنية بعين الاعتبار
		ROE	0.245	0.079	0.937		
		EPS	5.572	9.188	<0.001		
2	Block1 + الفترات الزمنية	ROA	-16.887	-2.261	0.026	0.577	إضافة الفترة الزمنية يظهر أن تأثير الربحية يختلف عبر الفترات، خاصة بعد الجائحة
		ROE	0.759	0.244	0.807		
		EPS	5.687	9.294	<0.001		
		D1	0.024	0.103	0.918		أثناء الجائحة
		D2	-0.288	-1.132	0.261		بعد الجائحة
3	Block2 + المتغيرات التفاعلية	ROA	-8.578	-1.105	0.272	0.651	يظهر أن تأثير الربحية على القيمة السوقية للسهم يختلف عبر الفترات: فالتأثير قبل الجائحة هو التأثير المرجعي للبحث. وخلال فترة الجائحة أصبح السوق أكثر حساسية لـ EPS و ROE، بينما تراجع تأثير EPS و ROA بعد الجائحة، وأصبح تأثير ROE غير معنوي.
		ROE	11.840	1.581	0.118		
		EPS	4.502	5.699	<0.001		
		D1	0.820	1.252	0.214		
		D2	0.318	0.437	0.663		
		ROA_D1	-15.831	-0.246	0.806		
		ROA_D2	-128.722	-2.120	0.037		
		ROE_D1	-22.065	-2.089	0.040		
		ROE_D2	-0.143	-0.014	0.989		
		EPS_D1	5.430	3.349	0.001		
		EPS_D2	3.166	1.780	0.079		

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

تشير نتائج الجدول رقم (4)، الذي يعكس النموذج النهائي (Block 3)، إلى العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم مع احتساب تأثير الفترة الزمنية، إذ اعتُمدت ثلاث

مراحل: قبل الجائحة (المرجعية)، أثناء الجائحة (D1)، وبعد الجائحة (D2)، إذ ظهرت النتائج كما يأتي:

- قبل الجائحة (المرحلة المرجعية): تمثل مؤشرات الربحية المرجعية لتأثيرها على سعر السهم قبل الأزمة، إذ أظهر مؤشر ربحية السهم (EPS) تأثيراً معنوياً قوياً، بينما كانت بعض المؤشرات الأخرى مثل ROA و ROE أقل دلالة مع تأثير غير معنوي، ما يعكس الوضع الطبيعي للسوق في الظروف الاقتصادية المستقرة.
 - أثناء الجائحة (D1): أظهرت النتائج أن السوق أصبح أكثر حساسية تجاه بعض أبعاد الربحية، وخصوصاً EPS، ما يعكس تركيز المستثمرين على الأداء المالي للمصارف خلال الأزمة. بينما بقي تأثير مؤشرات أخرى مثل ROA و ROE غير معنوي، ما يدل على تفاوت استجابة السوق لأبعاد الربحية المختلفة في ظل ظروف غير مستقرة.
 - بعد الجائحة (D2): لوحظ انخفاض تأثير الربحية على القيمة السوقية للسهم مقارنة بفترة الأزمة، ما يشير إلى تغير استجابة السوق للربحية بعد انتهاء الأزمة وبداية تعافي السوق وتكيف المستثمرين تدريجياً مع الظروف الاقتصادية الجديدة. فمؤشر ROA أصبح تأثيره معنوياً بعد الجائحة، بينما فقدت المؤشرات الأخرى للربحية دلالتها الإحصائية، ما يعكس أن السوق لم يعد يستجيب بنفس القوة للربحية كما كان أثناء الجائحة، مع الإبقاء على دراسة التأثير التفصيلي لكل مؤشر في الفرضيات الفرعية لاحقاً.
- يظهر التحليل أن النموذج كامل معنوي إحصائياً ($F = 14.565$)، ($\text{Sig.} < .001$)، ما يدل على أن الربحية والفترة الزمنية وتفاعلاتها تؤثر معنوياً على القيمة السوقية للسهم. إذ يشير تحليل النموذج إلى أن قيمة R^2 التراكمي = 0.651، أي أن النموذج يفسر 65.1% من التباين في القيمة السوقية للسهم، مع إضافة التفاعلات $\Delta R^2 = 0.074$ ، ما يؤكد أن الفترة الزمنية لها أثر حاسم في تعديل العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم.

وتأخذ معادلة الانحدار الشكل التالي:

$$\begin{aligned} \text{Stock Price} = & 0.307 + 4.502 \times \text{EPS} - 8.578 \times \text{ROA} + 11.840 \times \text{ROE} + \\ & 0.820 \times \text{D1} + 0.318 \times \text{D2} + 5.430 \times (\text{EPS_D1}) + 3.166 \times (\text{EPS_D2}) \\ & - 15.831 \times (\text{ROA_D1}) - 128.722 \times (\text{ROA_D2}) - \\ & 22.065 \times (\text{ROE_D1}) - 0.143 \times (\text{ROE_D2}) \end{aligned}$$

استناداً إلى نتائج التحليل السابقة، لوحظ اختلاف في تأثير الربحية على القيمة السوقية بين المراحل الثلاث، ما يشير إلى أن العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية ديناميكية وتتأثر بالآزمات الاقتصادية. وبناءً عليه، يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه "يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية لتأثير جائحة كورونا على العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية للسهم".

B. اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

من أجل اختبار الفرضية الفرعية الأولى استُعمل أسلوب الانحدار المتعدد لتوضيح مدى تباين تأثير معدل العائد على الأصول (ROA) في القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الزمنية المرافقة لظهور جائحة كورونا. ويوضح الجدول الآتي نتائج اختبار تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين معدل العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية للسهم، كما يأتي:

الجدول رقم (4): نتائج اختبار تأثير كورونا على العلاقة بين (ROA) والقيمة

السوقية للسهم

Block	المتغيرات	B	T	Sig.	ΔR^2	R^2 التراكمي	ملاحظات
1	العائد على الأصول ROA	30.523	3.912	<.001	—	0.138	تأثير ROA على سعر السهم قبل أخذ الفترة الزمنية بعين الاعتبار
2	Block1 + الفترات الزمنية	30.393	3.779	<.001	0.000	0.138	إضافة الفترة الزمنية لم تغير من المعنى الإحصائي لتأثير ROA
	D1	-0.028	-0.084	0.933			أثناء الجائحة
	D2	0.048	0.135	0.893			بعد الجائحة
3	ROA	25.504	3.100	0.003	0.043	0.181	

قبل الجائحة: تأثير ROA المرجعي واضح. أثناء الجائحة: تأثير ROA_D1 غير معنوي، ما يدل على استقرار العلاقة. بعد الجائحة: تأثير ROA_D2 يقترب من المعنوية، ما يشير إلى زيادة حساسية السوق لقيمة ROA بعد التعافي من الأزمة.			0.285	-1.076	-0.544	D1	Block2 + المتغيرات التفاعلية	
			0.173	-1.373	-0.764	D2		
			0.209	1.265	60.488	ROA_D1		
			0.066	1.858	71.444	ROA_D2		

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

تشير نتائج الجدول رقم (4)، الخاص باختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تفترض عدم وجود تباين في تأثير العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية للسهم خلال الفترات الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا، إلى ما يأتي:

▪ **قبل الجائحة (المرحلة المرجعية):** أظهر العائد على الأصول (ROA) تأثيراً معنوياً قوياً على القيمة السوقية للسهم ($B = 30.523$ ، $T = 3.912$ ، $\text{Sig.} < .001$)، إذ بلغت قيمة R^2 التراكمي 0.138، ما يعني أن ROA يفسر نسبة لا بأس بها من التباين في سعر السهم في الظروف الاقتصادية المستقرة.

▪ **أثناء الجائحة (D1):** بعد إدخال الفترة الزمنية في النموذج (Block 2) لم يطرأ تغير جوهري على معنوية ROA ($B = 30.393$ ، $T = 3.779$ ، $\text{Sig.} < .001$)، في حين أن متغير الفترة الزمنية (D1) لم يكن ذا دلالة إحصائية ($\text{Sig.} = 0.933$) هذا يشير إلى أن العلاقة بين ROA والقيمة السوقية للسهم ظلت مستقرة نسبياً خلال الأزمة، دون أن تتأثر بشكل واضح بالجائحة.

▪ **بعد الجائحة (D2):** مع إدخال المتغيرات التفاعلية في النموذج (Block 3)، ظل تأثير ROA معنوياً ($B = 25.504$ ، $T = 3.100$ ، $\text{Sig.} = 0.003$)، بينما ظهر تأثير ROA_D2 قريباً من مستوى المعنوية ($B = 71.444$ ، $T = 1.858$ ، $\text{Sig.} =$) 0.066، هذا يعكس أن حساسية السوق للعائد على الأصول ازدادت بعد الجائحة

مقارنة بما قبلها، وإن كانت لم تصل بعد إلى مستوى الدلالة الإحصائية الكاملة، وهو ما قد يرتبط بمرحلة التعافي التدريجي وتكيف المستثمرين مع الظروف الاقتصادية الجديدة. يظهر التحليل أن النموذج معنوي إحصائياً ($F = 4.079$)، ($\text{Sig.} < .001$)، ما يدل على أن معدل العائد على الأصول (ROA) والفترة الزمنية وتفاعلاتها تؤثر بشكل ملحوظ على القيمة السوقية للسهم. كما يشير تحليل النموذج إلى أن قيمة R^2 التراكمي ارتفعت إلى 0.181 بعد إدخال المتغيرات التفاعلية، مع $\Delta R^2 = 0.043$ ، وهو ما يعكس تحسناً في قدرة النموذج على تفسير التباين في القيمة السوقية للسهم. ورغم أن هذه النسبة منخفضة نسبياً مقارنة بالنموذج الكامل الذي يضم جميع مؤشرات الربحية، إلا أنها تظل مقبولة عند دراسة أثر مؤشر منفرد مثل ROA، بما يبرز أهمية هذا المتغير في تفسير سلوك السوق عبر المراحل الزمنية المختلفة. وبناءً على هذه النتائج، يتضح أن تأثير العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية للسهم كان ثابتاً ومعنوياً قبل وأثناء الجائحة، في حين بدأت تظهر مؤشرات على تغير هذا التأثير بعد الجائحة بما يعكس ديناميكية العلاقة. وعليه، يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن "لجائحة كورونا دور في تعديل العلاقة بين ROA والقيمة السوقية للسهم".

C. اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

من أجل اختبار الفرضية الفرعية الثانية استُعمل أسلوب الانحدار المتعدد لتوضيح مدى تباين تأثير معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الزمنية المرافقة لظهور جائحة كورونا. ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية للسهم، كما يأتي:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار تأثير كورونا على العلاقة بين (ROE) والقيمة السوقية للسهم

Block	المتغيرات	B	T	Sig.	ΔR^2	R^2 التراكمي	ملاحظات
1	العائد على حقوق الملكية ROE	11.84	1.581	0.118	—	0.091	تأثير ROE على سعر السهم قبل أخذ الفترة الزمنية بعين الاعتبار، غير معنوي إحصائياً
2	Block1 + الفترات الزمنية ROE	11.84	1.581	0.118	0.003	0.094	إضافة الفترة الزمنية لم تغير المعنى الإحصائي لتأثير ROE، جميع الفترات غير معنوية
	D1	-0.021	-0.212	0.832			أثناء الجائحة
	D2	-0.026	-0.267	0.790			بعد الجائحة
3	Block2 + المتغيرات التفاعلية ROE	11.840	1.581	0.118	0.028	0.122	مقارنة الفترات: قبل الجائحة (المرجعية) تأثير ROE غير معنوي؛ أثناء الجائحة ROE_D1 غير معنوي؛ بعد الجائحة ROE_D2 غير معنوي. يشير ذلك إلى أن ROE لم يكن عاملاً حاسماً في تفسير سعر السهم عبر الفترات.
	D1	-0.236	-0.961	0.339			
	D2	-0.064	-0.240	0.811			
	ROE_D1	-0.059	-0.582	0.562			
	ROE_D2	-0.038	-0.359	0.721			

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

- تشير نتائج الجدول رقم (5)، الخاص باختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تفترض عدم وجود تباين في تأثير العائد على حقوق الملكية (ROE) على القيمة السوقية للسهم مع الأخذ بعين الاعتبار الفترات الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا، إلى ما يأتي:
- قبل الجائحة (المرحلة المرجعية): أظهر العائد على حقوق الملكية (ROE) تأثيراً موجباً لكنه غير معنوي إحصائياً ($B = 11.840$, $T = 1.581$, $Sig. = 0.118$)، إذ بلغت قيمة R^2 التراكمي 0.091، ما يعكس ضعف قدرة ROE على تفسير التباين في سعر السهم في الظروف الاقتصادية المستقرة.
 - أثناء الجائحة (D1): بعد إدخال الفترة الزمنية في النموذج (Block 2)، لم يطرأ تغير جوهري على النتائج، إذ ظل تأثير ROE غير معنوي ($Sig. = 0.118$)، كما لم

يظهر متغير الفترة الزمنية D1 دلالة إحصائية ($\text{Sig.} = 0.832$)، ما يشير إلى أن السوق لم يبد حساسية تذكر تجاه ROE خلال الأزمة.

▪ **بعد الجائحة (D2):** مع إدخال المتغيرات التفاعلية في النموذج (Block 3)، ظل تأثير ROE غير معنوي ($\text{Sig.} = 0.118$)، وكذلك التفاعل ($\text{Sig.} = 0.721$) هذا يعكس أن السوق لم يُظهر تغيراً جوهرياً في استجابته لمؤشر ROE بعد الجائحة، على عكس بعض المؤشرات الأخرى للربحية التي أظهرت تحركات أكثر وضوحاً.

يظهر التحليل أن النموذج معنوي إحصائياً ($F = 3.176$)، ($\text{Sig.} = 0.001$)، ما يشير إلى وجود تأثير لمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) والفترة الزمنية وتفاعلاتها على القيمة السوقية للسهم. غير أن النتائج أظهرت أن إدخال المتغيرات التفاعلية لم يحقق تحسناً كبيراً في القدرة التفسيرية للنموذج، إذ ارتفعت قيمة R^2 التراكمي إلى 0.122 فقط بعد إضافة التفاعلات، مع $\Delta R^2 = 0.028$ ، وهو ما يعكس مساهمة محدودة نسبياً لهذا المؤشر في تفسير التباين في القيمة السوقية. وبناءً على هذه النتائج، يتضح أن العائد على حقوق الملكية (ROE) لم يكن عاملاً حاسماً في تفسير القيمة السوقية للسهم عبر المراحل الزمنية المختلفة للجائحة. وعليه، لا يوجد دليل كافٍ لرفض الفرضية العدمية، ما يعني أن تأثير ROE على القيمة السوقية للسهم لم يتغير مع اختلاف الفترات الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا.

D. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:

من أجل اختبار الفرضية الفرعية الثانية استُعمل أسلوب الانحدار المتعدد لتوضيح مدى تباين تأثير ربحية السهم (EPS) في القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الزمنية المرافقة لظهور جائحة كورونا. ويوضح الجدول الآتي نتائج اختبار تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين ربحية السهم (EPS) والقيمة السوقية للسهم، كما يأتي:

الجدول رقم (6): نتائج اختبار تأثير كورونا على العلاقة بين (EPS) والقيمة

السوقية للسهم

Block	المتغيرات	B	T	Sig.	ΔR^2	R^2 التراكمي	ملاحظات
1	ربحية السهم	4.783	10.768	<.001	—	0.547	تأثير EPS على سعر السهم قبل أخذ الفترة الزمنية بعين الاعتبار، معنوي جداً.
2	Block1 + الفترات الزمنية	4.875	10.731	<.001	0.007	0.554	إضافة الفترة الزمنية لم تغير المعنى الإحصائي لتأثير EPS، الفترات نفسها غير معنوية.
	D1	0.092	0.393	0.695			أثناء الجائحة
	D2	0.186	-0.732	0.466			بعد الجائحة
3	Block2 + المتغيرات التفاعلية	4.227	7.376	<.001	0.032	0.586	قبل الجائحة: تأثير EPS معنوي ومرتفع.
		0.538	-1.630	0.106			أثناء الجائحة: تأثير EPS يزداد ويظل معنوي.
		0.317	-0.862	0.391			بعد الجائحة: التأثير يتراجع ويصبح غير معنوي، ما يشير إلى انخفاض حساسية السوق بعد الأزمة.
		3.393	2.662	0.009			
		0.538	0.512	0.610			

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

تشير نتائج الجدول رقم (6) الخاص باختبار الفرضية الفرعية الثالثة، التي تفترض عدم وجود تباين في تأثير ربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية للسهم، مع التركيز على الفترات الزمنية المرتبطة بجائحة كورونا، إلى ما يأتي:

- قبل الجائحة (المرحلة المرجعية): أظهر معدل ربحية السهم (EPS) تأثيراً معنوياً قوياً ومرتفعاً على القيمة السوقية للسهم ($B = 4.783$ ، $T = 10.768$ ، $\text{Sig.} < .001$ ، إذ بلغت قيمة R^2 التراكمي 0.547، وهو ما يعكس قدرة عالية لمؤشر EPS على تفسير التباين في سعر السهم ضمن الظروف الاقتصادية المستقرة.

- **أثناء الجائحة (D1):** بعد إدخال الفترة الزمنية (Block 2)، ظل تأثير EPS مرتفعاً ومعنوياً ($B = 4.875$, $T = 10.731$, $\text{Sig.} < .001$)، بينما لم يكن لمتغير الفترة الزمنية (D1) دلالة إحصائية ($\text{Sig.} = 0.695$) ومع ذلك، فإن إدخال المتغيرات التفاعلية (Block 3) أظهر أن تأثير EPS تزايد أثناء الجائحة بشكل واضح من خلال دلالة معامل التفاعل ($B = 3.393$, $T = 2.662$, $\text{Sig.} = 0.009$) EPS_D1. وهذا يشير إلى أن السوق أصبح أكثر حساسية لمؤشر ربحية السهم خلال الأزمة، ربما نتيجة اعتماد المستثمرين بشكل أكبر على هذا المؤشر في ظل الظروف غير المستقرة.
- **بعد الجائحة (D2):** عند إدخال التفاعلات الزمنية، تراجع تأثير EPS وأصبح غير معنوي، إذ لم يكن لمعامل التفاعل EPS_D2 أي دلالة إحصائية ($\text{Sig.} = 0.610$). وهذا يعكس انخفاضاً في حساسية السوق لمؤشر EPS في مرحلة التعافي، إذ قد يكون المستثمرون قد توجهوا للاعتماد على مؤشرات أخرى في تقييم الأداء المالي للشركات بعد الأزمة.

يظهر التحليل أن النموذج ككل معنوي إحصائياً ($F=26.016$) مرتفع، ($\text{Sig.} < .001$)، كما ارتفعت قيمة R^2 التراكمي إلى 0.586 بعد إدخال المتغيرات التفاعلية، مع $\Delta R^2 = 0.032$ ، وهو ما يعكس تحسناً إضافياً في القدرة التفسيرية للنموذج. ورغم أن هذا التحسن متوسط مقارنة بما يحققه نموذج يضم مؤشرات ربحية متعددة، إلا أنه يبرز الدور المحوري لمؤشر EPS في تفسير القيمة السوقية للسهم، وخاصة خلال فترة الجائحة. وبناءً على هذه النتائج، يتضح أن ربحية السهم (EPS) كان لها تأثير معنوي مرتفع قبل وأثناء الجائحة، مع بروز أثرها بشكل أكبر خلال الأزمة، بينما تراجع هذا التأثير بعد الجائحة. وعليه، يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن "الجائحة كورونا دور في تعديل العلاقة بين EPS والقيمة السوقية للسهم".

الاستنتاجات:

حُلِّلَ تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان عبر مقارنة ثلاث فترات زمنية، ومن خلال ثلاثة مؤشرات للربحية، وقد توصل البحث إلى النتائج الآتية:

1. أكدت نتائج الدراسة أن العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم هي علاقة ديناميكية غير ثابتة، تخضع لطبيعة الظروف الاقتصادية. وقد أثبت التحليل الإحصائي الأثر الحاسم للبعد الزمني في تعديل هذه العلاقة، إذ تتباين حساسية السوق لكل مؤشر تبعاً لمرحلة الدورة الاقتصادية.
2. قبل جائحة كورونا: تأثرت القيمة السوقية للسهم بشكل قوي ومباشر بربحية السهم (EPS)، بينما كان تأثير العائد على الأصول (ROA) إيجابياً ولكنه أقل حدة. في المقابل، لم يظهر العائد على حقوق الملكية (ROE) أي تأثير ذي دلالة إحصائية، ما يعكس نمطاً استقرارياً للعلاقة في الظروف الاقتصادية المستقرة.
3. أثناء الجائحة: تعاضد التأثير الإيجابي لربحية السهم (EPS) بشكل ملحوظ ليصبح العامل الأكثر حسماً في تفسير القيمة السوقية للسهم. واستمر العائد على الأصول (ROA) في الحفاظ على تأثيره الثابت والمعنوي، بينما حافظ العائد على حقوق الملكية (ROE) على عدم معنويته، ما يُظهر تفاوتاً في أولويات المستثمرين وتركيزهم على المؤشرات التشغيلية المباشرة خلال الأزمة.
4. بعد الجائحة: شهدت العلاقة تحولاً جوهرياً، إذ تراجعت حساسية السوق لمؤشر ربحية السهم (EPS) بشكل كبير، في حين بدأ العائد على الأصول (ROA) يظهر مؤشرات على زيادة أهميته النسبية. وظل تأثير العائد على حقوق الملكية (ROE) غير دال إحصائياً، ما يشير إلى مرحلة انتقالية في معايير تقييم المستثمرين خلال فترة التعافي.

التوصيات:

بناءً على النتائج السابقة، يوصي الباحثون بما يأتي:

A. ينبغي على المستثمرين والمحللين الماليين التركيز على ربحية السهم (EPS) بوصفه مؤشراً رئيساً لتقييم القيمة السوقية خلال فترات الأزمات، نظراً لحساسية السوق العالية تجاهه، مع مراعاة أن دور مؤشرات أخرى مثل ROA و ROE قد يختلف تبعاً للظروف الاقتصادية.

B. يُوصي للمستثمرين والمحللين والباحثين في الأسواق المالية باستعمال التحليل الديناميكي الذي يركز على الفترات الزمنية والتفاعلات بين مؤشرات الربحية، إذ أظهرت النتائج أن العلاقة بين الربحية والقيمة السوقية تتغير وفق طبيعة الظروف الاقتصادية، وأن البعد الزمني عامل مهم لفهم سلوك السوق واتخاذ قرارات استثمارية دقيقة.

C. ينبغي على المستثمرين وصناع القرار المالي تعديل إستراتيجياتهم وفق مراحل الدورة الاقتصادية، إذ يظهر أن السوق أكثر حساسية لبعض مؤشرات الربحية أثناء الأزمات مقارنة بفترات الاستقرار، ما يستدعي تبني إستراتيجيات مرنة للتكيف مع تغيرات السوق.

D. يُوصي المصارف المدرجة في البورصة بتحسين جودة الإفصاح عن المعلومات المالية، خاصة المؤشرات التشغيلية مثل EPS، لضمان قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على معلومات دقيقة وموثوقة خلال فترات الأزمات وفترة التعافي الاقتصادي.

المراجع

- (1) بن العمودي، حنان؛ بن ناصر، عصام؛ بوزيد، عصام. (2023). أثر السيولة على ربحية المصارف التجارية الجزائرية: دراسة قياسية على عينة من المصارف الجزائرية للفترة من 2016 إلى 2020. *المجلة الجزائرية للدراسات الاقتصادية*, 73 (15)، 1-15.
- (2) بن دحمان، فتح الله؛ قليل، زينب. (2024). مؤشر الربحية للأداء المالي وأثره على القيمة السوقية للسهم، دراسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة-2014. 2023 *مجلة البشائر الاقتصادية*, 10 (3)، 21-35.
- (3) بوشاكر، زينب؛ نوي، نبيلة. (2022). أثر مخاطر السيولة على ربحية المصارف التجارية: دراسة قياسية على عينة من المصارف الجزائرية خلال الفترة 2000-2019. *مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال*, 5 (2)، 1-20.
- (4) سلامة، علاء الدين محمد حسن. (2023). أثر مؤشرات السلامة المالية على القيمة السوقية للأسهم في فترة الدراسة في بورصة فلسطين في الفترة (2012-2021) [رسالة ماجستير غير منشورة]. جامعة القدس.
- (5) العجلوني، أحمد طه. (2011). أثر الربحية على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية الأردنية. *مجلة البلقاء للبحوث والدراسات*, 14 (2)، 215-238.
- (6) عيد، ربيع؛ نوبجي، حازم؛ زعطوط، محمود. (2023). أثر الخصائص التشغيلية للشركات على العلاقة بين الربحية وسعر السهم السوقية: دليل من الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*, 14 (4)، 608-677.
- (7) ماهر، أسعد حمدي محمد. (2025). أثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم في مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي. *مجلة جامعة التنمية البشرية*, 11 (2)، 18-25.
- (8) يوسف، رواء أحمد؛ عبدالله، رغد رياض. (2019). أثر التمويل الداخلي على القيمة السوقية: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2016. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية*, 15 (48)، 1-164.
- 9) Ahmed, A., D, S., (2015). Impact of the change in liquidity on the financial performance of commercial banks in Bangladesh, *Journal of Accounting & Economics. I J A B E R*, 14(1), 545-565.
- 10) Al-Matari, E. M. (2022). Corporate financial performance and stock prices: Evidence from the Saudi market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(4), 115-126.
- 11) Alshatti, Ali Sulieman (2015). The Effect of the Liquidity Management on Profitability in the Jordanian Commercial Banks. *International Journal of Business and Management Published by Canadian Center of Science and Education*, 10 (ISSN 1833-3850)

- 12) Athira, A., Ramesh, V. K., & Sinu, M. (2024). **COVID-19 pandemic and firm performance: An empirical investigation using a cross-country sample.** *IIMB Management Review*, 36(3), 269–281.
- 13) Besley, S., & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of managerial finance* (14th ed.). South-Western Cengage Learning.
- 14) Chen, X., & Li, Y. (2023). **Profitability and stock returns in emerging markets: The mediating role of investor sentiment.** *International Review of Financial Analysis*, 85, 102455. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102455>
- 15) Henrique, B. M., Sobreiro, V. A., & Kimura, H. (2018). **Stock Price Prediction Using Support Vector Regression On Daily And Up To The Minute Prices.** *The Journal of Finance and Data Science*, 4, 183-201.
- 16) Höhler, J., & Oude Lansink, A. (2021). **Measuring the impact of COVID-19 on stock prices and profits in the food supply chain.** *Agribusiness*, 37(1), 171–186. <https://doi.org/10.1002/agr.21678>
- 17) Islam, M. R., Khan, T. R., Choudhury, T. T., & Adnan, A. M. (2014). **How earning per share (EPS) affects on share price and firm value.** *European Journal of Business and Management*, 6(17), 97-108.
- 18) Lartey, V. C., & Antwi, S. (2013). **The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana.** *International Journal of Business and Social Science*, 4(16). ISSN 2222-2847.
- 19) Nguyen, D. (2023). *An examination of the effect of the COVID-19 pandemic on economic performance* (Master's project, California State Polytechnic University, Pomona).
- 20) Prewysz-Kwinto, P., & Voss, G. (2017). **Earning per share under international accounting regulations and based on the example of companies listed on the Warsaw Stock Exchange.** *European Journal of Economics and Business Studies*, 8(1), 57–64.
- 21) Purba, R. B., & Nasution, H. (2021). **Analysis of stock prices and profitability level before and after the COVID-19 pandemic (Case study: PT. Garuda Indonesia).** *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 4(4), 10527–10538.
- 22) Sholichah, F., Asfiah, N., Ambarwati, T., Widagdo, B., Ulfa, M., & Jihadi, M. (2021). **The effects of profitability and solvability on stock prices: Empirical evidence from Indonesia.** *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 885–894.