



منشورات جامعة اليرموك  
عمادة البحث العلمي  
والدراسات العليا

## أثر الغاء ترخيص محلات الصرافة على المؤسسات المالية في الاردن

محمد نصر وسعيد الخطيب  
جامعة اليرموك ، اربد ، الاردن

مستة من  
ابحاث اليرموك  
« مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية »  
المجلد العاشر ، العدد الثالث ، ١٩٩٤ ، ص ص ٣٤٥ - ٣٦٩  
جميع الحقوق محفوظة لجامعة اليرموك ، ١٩٩٤

## أثر إلغاء ترخيص محلات الصرافة على المؤسسات المالية في الأردن

محمد نصر و سعيد الفطيب \*

جامعة اليرموك، إربد، الأردن

### ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر إلغاء ترخيص محلات الصرافة على البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى في الأردن. وتتكون عينة الدراسة من جميع البنوك والمؤسسات المالية المسجلة في سوق عمان المالي والتي تم تداول أسهمها ثلاثين يوماً على الأقل خلال الفترة ١٩٨٨/٩/٣ - ١٩٨٩/٢/٧، وخمسة عشر يوماً بعد تاريخ إغلاق محلات الصرافة. وقد تم استخدام أسلوب تحليل الحوادث لمعرفة إغلاق محلات الصرافة على أسعار أسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

وقد أظهرت الدراسة أن العائد غير العادي التراكمي لجميع المؤسسات المالية (بنوك وغيرها) بلغ حوالي ٨,٦ في المائة خلال فترة الإثني عشر يوماً المحيطة بالحدث على أساس المتوسط الحسابي البسيط، و ٩,١ في المائة على أساس المتوسط الحسابي المرجح برأس المال، مما يدل على أن تلك المؤسسات المالية قد استفادت من إغلاق محلات الصرافة، وأن هذه الفائدة تتناسب طردياً مع حجم المؤسسة. كما تم احتساب العائد التراكمي لكل من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كل على حدة، وتبين أن العائد غير العادي التراكمي قد ارتفع للمجموعتين، ولكنه كان أكبر عندما تم استخدام الوسط الحسابي المرجح، مما يؤكد النتيجة السابقة من أن البنوك والمؤسسات المالية قد استفادت من قرار إغلاق محلات الصرافة، ولكن الفائدة كانت أعلى قليلاً للمؤسسات الأكبر حجماً. كذلك فقد أظهرت الدراسة أن العائد غير العادي قد بدأ بالارتفاع قبل حوالي أربعة أيام من الاعلام عن إغلاق محلات الصرافة، مما يدل على أن الأنباء قد تسربت قبل الاعلان عن إغلاق تلك المحلات رسمياً.

جميع الحقوق محفوظة لجامعة اليرموك، ١٩٩٤

\* استاذ مشارك في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

\* استاذ مساعد في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

## مقدمة

في الثامن من شباط (فبراير) عام ١٩٨٩ قرر الحاكم العسكري العام اقفال محلات الصرافة في الأردن. وقد جاء ذلك بعد أشهر طويلة من الاضطراب في سوق الصرف أدت إلى تدهور سعر صرف الدينار الأردني. وقد اتهم الصرافون آنذاك بأنهم كانوا قد أساءوا التصرف، وأن وجودهم كان يسهل هروب رأس المال والمضاربة ضد الدينار. وقد قيل أن قرار الغاء أعمال الصرافة كان ضروريا لكسر الحلقة المفرغة من المضاربة المحمومة ضد الدينار في حينه والحصول على فترة تنفّس أو إمهال لإعادة ترتيب الأمور.

وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر إغلاق محلات الصرافة على العائد غير العادي للمؤسسات المالية في الأردن. وتأتي أهمية هذه الدراسة في أنها تعالج موضوعا يمس القطاع المصرفي في الأردن، والذي يلعب دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي الأردني، خاصة وأن قرار الاغلاق كان موضع جدل واسع بين مؤيد للقرار ومعارض له، وبين مؤمن بجذواه ومتخوف من عواقبه.

سوف نستعرض في الجزء التالي فرضيات الدراسة، ثم نقوم باستعراض مختصر للجهاز المصرفي الأردني وخلفية تاريخية تظهر تطوّر المشكلة التي أدت، فيما بعد، إلى إغلاق محلات الصرافة. بعد ذلك نصف منهجية البحث، والتي تعتمد على أسلوب تحليل الحوادث، ثم نستعرض بعض الدراسات السابقة التي استخدمت هذا الأسلوب في التحليل. وسوف نعرض بعد ذلك أهم النتائج التي توصلنا إليها، ثم نقدم ملخصاً لتلك النتائج في الجزء الأخير من هذه الدراسة.

## فرضيات الدراسة

لقد ادعت البنوك التجارية باستمرار أنها قد تضررت من تزايد محلات الصرافة نتيجة لقيام تلك المحلات بأنشطة هي من اختصاص البنوك التجارية. وبالتالي فإن من المتوقع أن يؤثر إغلاق محلات الصرافة ايجابيا على التدفقات النقدية للبنوك التجارية بصفة خاصة، والمؤسسات المالية بصفة عامة، مما سينعكس بالضرورة على أسعار

أسهم تلك المؤسسات. وبالتالي فإن الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة هي أن البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى هي المستفيد الأكبر من إغلاق محلات الصرافة، وأن هذه الفائدة تنعكس على حجم العائد غير العادي الذي تحققه تلك البنوك والمؤسسات نتيجة إغلاق محلات الصرافة.

### الجهاز المصرفي الأردني

يتألف الجهاز المصرفي في الأردن من البنك المركزي، وعدد من البنوك التجارية، ومؤسسات الإقراض المتخصصة، والمؤسسات المالية غير البنكية. ويبين الجدول رقم (١) توزيع هذه المؤسسات في عام ١٩٨٩.

وبالإضافة إلى هذه المؤسسات المصرفية فقد كان هناك عدد من محلات الصرافة التي كان ينظم أنشطتها القانون المؤقت رقم (٥٢) لسنة ١٩٧٦. وقد ازداد عدد هذه المحلات بشكل كبير مع تطور الجهاز المصرفي الأردني حتى وصل عدد هذه المحلات مع مطلع عام ١٩٨٩ إلى ما يربو على سبعين شركة برأس مال يقارب الستة ملايين دينار<sup>(١)</sup>.

#### جدول رقم (١)

#### الجهاز المصرفي الأردني

عدد الفروع	عدد البنوك	
٢	١	البنك المركزي
١٦٣	١٠	البنوك التجارية الأردنية
٣١	٧	البنوك التجارية غير الأردنية
١٠٧	٦	مؤسسات الإقراض المتخصصة
-	٧	مؤسسات الوساطة المالية
-	٤	مؤسسات الادخار العقاري

المصدر: البنك المركزي الأردني، الجهاز المالي والمصرفي في الأردن، تشرين الأول ١٩٨٩.

وقد اتهمت البنوك التجارية الصرافين بالقيام بعمليات غير مشروعة، كما ادّعت أن البنك المركزي أعطى للصرافين حريات أكبر من تلك التي أعطاها للبنوك التجارية. وقد رد البنك المركزي على ذلك بأن معظم العمليات التي كان يقوم بها الصرافون في نهاية السبعينات وبداية الثمانينات كانت عمليات مشروعة تمت بمعرفة ومباركة البنك المركزي، وأن هناك تقصيرا من جانب البنوك التي تقاعست في ممارسة عملية الصرافة، بل فشلت في ذلك لأنها لم ترغب في ممارسة النشاطات التي تنطوي على بعض المخاطرة. أما بالنسبة لحرية الصرافين فقد أوضح البنك المركزي أن التعليمات واحدة، وما يُمنع عن البنوك يُمنع عن الصرافين (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٣، ص ٢٧ - ٢٩). ولا ينكر البنك المركزي وجود مخالفات من قبل بعض الصرافين خصوصا وأن الرقابة والتفتيش على قيودهم ليست بنفس الصرامة والتشدد المفروضين على قيود البنوك. ولكن البنك المركزي لم يكن يفرض عقوبات مشددة على الصرافين المخالفين حيث كانت فلسفة البنك المركزي في تلك الفترة تتمثل في معالجة مخالفة الصرافين عن طريق رفع مستوى العمل الصيرفي لا عن طريق المبالغة في فرض العقوبات (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٣، ص ٢٨) وعن طريق إغراء الصرافين بزيادة رأسمالهم والتحول إلى شركات مساهمة، وهو ما حدث في بعض الحالات.

في عام ١٩٨٨ بدأت أزمة المديونية تتفجر بشكل متسارع مما نجم عنه عدم استقرار نقدي وانخفاض شديد في سعر صرف الدينار الأردني. ففي ١٩٨٨/٥/٢ تعرضت أسعار الصرف في الأردن لهزة قوية انخفض على أثرها سعر صرف الدينار بشكل كبير. وفي ١٩٨٨/٦/٢، أي بعد شهر تماما، تعرضت أسواق النقد في الأردن لهزة ثانية مما حدا بالبنك المركزي إلى إصدار مذكرات إلى البنوك التجارية والشركات المالية تحدد شروط وترتيبات تنظيم التعامل بالعملات الأجنبية. ولكن ذلك لم يحل دون حدوث هزة جديدة يوم الاثنين ١٠/١٠/١٩٨٨، وهو اليوم الذي أطلق عليه "الاثنين الأسود". وقد استجاب البنك المركزي بإصدار مذكرة جديدة إلى البنوك والشركات المالية المرخصة تتضمن تعديل تعليمات مراقبة العملة الأجنبية على أن يُعمل بها اعتبارا من يوم

السبت ١٥/١٠/١٩٨٨. وبموجب هذا التعديل يتم تحديد سعر صرف الدينار على أساس يومي بعد التشاور مع البنوك الرئيسية في المملكة وبشكل يؤمن التوازن بين موارد المملكة من العملات الأجنبية واحتياجات المملكة منها، مما يعطي مرونة في سعر الصرف. وقد تبع ذلك قرارات تقشفية من مجلس الوزراء لتخفيض الإنفاق بغية المحافظة على موجودات المملكة من العملات الصعبة. ولكن ذلك لم يوقف الاضطرابات في سوق النقد والتي أثرت سلبيا على الثقة بالدينار الأردني.

وقد أُلقي باللائمة في تلك الاضطرابات على الصرافين الذين اتهموا بإساءة التصرف، وممارسة أعمال تعدت الحدود والأنظمة المقررة، والقيام بتحويل مبالغ كبيرة إلى الخارج، بالإضافة إلى ممارسة العديد من "الأمر الممنوعة مثل قبول ودائع الجمهور بفوائد عالية جدا إذا ما قيست بتلك الممنوحة من الجهاز المصرفي من بنوك وشركات مالية. كذلك قامت هذه الشركات بتقديم السلف إلى الجمهور وهو الأمر الممنوع مزاولته أيضا"<sup>(٦)</sup>. كما اتهم الصرافون بأنهم ساهموا إلى حد كبير "في الاضطرابات... التي شهدها سوق العملات الأجنبية المحلي والتي تمتك في التذبذبات التي تعرّض لها سعر صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية"<sup>(٧)</sup> وبأنهم كانوا إحدى القنوات التي تتساب رؤوس الأموال من خلالها إلى الخارج. كما أن "بعض شركات الصرافة قد أخذت على عاتقها عملية تمويل التجارة غير المعلنة عن طريق السحب على حساباتها في الخارج لتمويل مشتريات المستوردين"<sup>(٨)</sup>.

وفي ٨/٢/١٩٨٩ صدر قرار الحاكم العسكري العام بإغلاق محلات الصرافة وإلغاء قانون الصرافة وتكليف البنوك التجارية بتقديم الخدمات المشروعة التي كانت تقوم بها محلات الصرافة. وقد ثار جدل عريض حول هذا الموضوع، وتساعل الكثيرون: هل كان يجب إغلاق محلات الصرافة؟ وإذا كان "بعض" الصرافين قد "أساء التصرف"، فهل يُعاقب جميع الصرافين لذلك؟ وهل أدى إغلاق محلات الصرافة إلى معالجة المشكلة النقدية؟ إن إغلاق محلات الصرافة قد أدى، في الواقع، إلى ظهور سوق سوداء أخذت بالانتشار والازدهار. وإذا كان الهدف هو وضع أسس جديدة تنظّم أعمال الصرافين، ألم

يكن بالإمكان وضع تلك الأسس ومراقبة تنفيذها دون اللجوء إلى إغلاق محلات الصرافة؟ وإذا كان السبب هو وجود عشرات الصرافين مما تعذر معه أن يقوم البنك المركزي بإحكام عمليات الرقابة، ألم يكن بالإمكان تقليل عدد تلك المحلات بوسائل أخرى مثل تلك التي اتبعتها الحكومة لتقليل عدد شركات التأمين العاملة في الأردن؟ من ناحية أخرى، فقد وجد أن بعض البنوك المرخصة قد أسهمت أيضا بتمويل عمليات المضاربة لفئة من الصرافين مع تسهيل إجراء التحويلات غير المشروعة للخارج، ولكن لم يغلق أي من تلك البنوك.

وهذا يثير تساؤلا هاما: فهل كانت البنوك هي المتضرر الرئيس من وجود هذا العدد الكبير من الصرافين؟ إن هناك الكثير من الدلائل التي تشير إلى أن الصرافين كانوا أكثر كفاءة في تقديم خدمات التحويل وغيرها نظرا لعدم وجود تعقيدات إدارية في محلات الصرافة مقارنة بالبنوك. كما أن الصرافين كانوا أكثر جرأة ومرونة في اتخاذ القرارات التي تنطوي على بعض المخاطرة. وقد أشار محافظ البنك المركزي إلى ذلك قبل قرار إغلاق محلات الصرافين بست سنوات تقريبا حين لام البنوك على تقاعسها في ممارسة عملية الصرافة وفشلها في القيام بالنشاطات التي تنطوي على بعض المخاطرة (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٣، ص ٣٠). وإذا كان ذلك هو الحال، فإن البنوك هي المستفيد الأكبر من إغلاق محلات الصرافة لأن ذلك سيخلصها من منافس خطير، وهو ما سينعكس ايجابيا على نتائج نشاطها. إن هذا، بالطبع، لا يعني أن البنك المركزي قد تصرف لصالح البنوك مهماً المصلحة العامة للاقتصاد الوطني.

### منهجية البحث

تتلخص الفرضية الأساسية لهذه الدراسة بأن إغلاق محلات الصرافة قد عاد بالفائدة على البنوك والمؤسسات المالية بصفة عامة وأنه جاء تنويجا لتذمرات تلك البنوك من المنافسة التي كان يشكلها الصرافون، خصوصا وأن سجلات وقيود الصرافين لم تكن تخضع لنفس الرقابة والتفتيش اللذين كانت تخضع لهما البنوك، مما أتاح لبعض أولئك الصرافين مخالفة تعليمات البنك المركزي. وبالتالي فقد كان من مصلحة البنوك

التخلص من منافسة الصرافين مما يؤدي إلى زيادة أرباح تلك البنوك.

ولاختبار هذه الفرضية الرئيسية سوف نستخدم ما يطلق عليه "تحليل الحوادث" (Events Analysis) والذي يعتمد على تتبع أثر قرار اغلاق محلات الصرافة على أسعار أسهم البنوك التجارية والمؤسسات المالية المختلفة قبل وبعد اتخاذ القرار.

والفكرة الأساسية لتحليل الحوادث بسيطة ومباشرة. فإذا افترضنا أن السوق المالي كفؤ (Efficient) فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتوفرة للمستثمرين في السوق<sup>(٤)</sup>، وبالتالي فإن أي حوادث أو تغيرات غير متوقعة (مثل ظهور قوانين جديدة، أو الإعلان عن اندماج مؤسسات معينة، أو اتمام صفقات ضخمة، مما قد يؤثر على التدفقات النقدية للمؤسسة) سوف ينعكس فوراً وبالكامل على أسعار أسهم تلك المؤسسة. وبالتالي نستطيع تقدير تأثير الحوادث غير المتوقعة بمقارنة عائد الأسهم "الفعلي" بعد تلك الحوادث مع العائد "العادي" المتوقع أن يتم الحصول عليه في غياب تلك الحوادث الطارئة. ويسمى الفرق بين هذين العائدين "العائد غير العادي" (Abnormal Return)، والذي يعزى عادة للحوادث غير المتوقعة.

وعائد الأسهم بعد الحوادث هو العائد الفعلي كما يظهر في نشرات السوق المالي. ونظراً لعدم توفر معلومات منشورة عن العائد الفعلي للأسهم على أساس يومي، وهو ما يلزمنا في هذه الدراسة، فإننا سنقوم باحتسابها على أساس المعادلة التالية:

$$R_{it} = \log (P_{it} / P_{it-1}) \dots\dots\dots(1)$$

حيث  $R_{it}$  يمثل عائد السهم الفعلي (i) في الفترة (t)، و  $P_{it}$  و  $P_{it-1}$  يمثلان سعر اغلاق السهم (i) في الفترتين (t) و (t-1) على التوالي (Hawawini, 1984). أما العائد العادي الذي كان يمكن تحقيقه في غياب تلك الحوادث غير المتوقعة فإننا نحتاج إلى تقديره. وهناك عدة نماذج لاحتساب العائد العادي، أكثرها شيوعاً "نموذج السوق" (Market Model) الذي سنستخدمه في هذه الدراسة. وحسب هذا النموذج فإن عائد السهم يرتبط خطياً مع عائد السوق (Market Return)، والذي يمكن قياسه على النحو التالي:

$$R_{mt} = \log (P_{mt} / P_{mt-1}) \dots\dots\dots(2)$$

حيث  $R_{mt}$  ترمز الى عائد السوق، و  $P_m$  و  $P_{m-1}$  ترمزان الى الرقم القياسي لأسعار الأسهم (Stock Price Index) في الفترتين (t) و (t-1)، على التوالي.

وبالتالي نستطيع تمثيل نموذج السوق على النحو التالي:

$$R_{it} = \hat{A}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad \dots\dots\dots(3)$$

حيث  $\hat{A}_i$  متغير عشوائي يمثل الجزء من عائد السهم (i) الذي ليس له علاقة بعائد السوق، بينما  $\hat{\beta}_i$  هو معامل ثابت يقيس حساسية عائد السهم (i) للتغير في عائد السوق.

ويتم عادة تجزئة المتغير  $\hat{A}_i$  إلى جزئين كالتالي:

$$\hat{A}_i = \alpha_i + e_i \quad \dots\dots\dots(4)$$

حيث  $\alpha_i$  هي القيمة المتوقعة للمتغير  $\hat{A}_i$  بينما  $e_i$  هو متغير عشوائي غير مرتبط بالمتغير  $R_{mt}$ ، وقيمته المتوقعة صفر. وبالتالي نستطيع كتابة نموذج السوق كالتالي:

$$R_{it} = \alpha_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + e_{it} \quad \dots\dots\dots(5)$$

وحيث أننا لا نستطيع ملاحظة القيم الفعلية للمعلمتين  $\alpha_i$  و  $\hat{\beta}_i$  مباشرة، فإننا نستطيع تقديرهما بطريقة المربعات الصغرى مستخدمين البيانات التاريخية عن المتغيرين  $R_{it}$  و  $R_{mt}$  عن الفترة السابقة مباشرة لوقوع الحدث. فإذا افترضنا أن  $\alpha_i$  و  $\hat{\beta}_i$  ثابتان فإننا نستخدمهما لتقدير "العائد العادي" المتوقع للسهم خلال الفترة التي تلي الحدث، ثم نقوم بمقارنة هذا العائد المتوقع مع العائد الفعلي في نفس الفترة للحصول على العائد غير العادي الناجم عن الحوادث الطارئة (غير المتوقعة) على النحو التالي:

$$e_{it} = R_{it} - \alpha_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad \dots\dots\dots(6)$$

ولتحديد أثر التغيرات المحتملة في عوائد بعض المؤسسات الفردية، والتي لا ترتبط بالحدث نفسه، فإننا نقوم بأخذ المتوسط الحسابي للعائد غير العادي لجميع المؤسسات في العينة على النحو التالي:

$$\bar{e}_i = 1/n \sum_{i=1}^n e_{it} \quad \dots\dots\dots(7)$$

حيث (n) هو عدد المؤسسات في العينة.

من الواضح أنه إذا كان المستثمرون في السوق يتوقعون حدوث تلك الأمور الطارئة أو المفاجئة فإن ذلك سينعكس على أسعار الأسهم قبل الاعلان عن تلك الأمور. من ناحية أخرى، فقد لا يستجيب السوق المالي فوراً وبالكامل للإعلان عن الحوادث المفاجئة (نتيجة لتوقعات المستثمرين، مثل أن يتوقع المستثمرون إعادة فتح محلات الصرافة خلال فترة وجيزة)، وبالتالي فإن أسعار الأسهم قد لا تعكس فوراً أثر تلك التغيرات بالكامل. وفي مثل هذه الحالة فإننا نقوم بتجميع العوائد غير العادية خلال فترة (قد تستغرق بضعة أيام أو أسابيع) يمكن خلالها للسوق المالي أن يستوعب الآثار الكاملة لوقوع الحدث. وسوف نرمز لهذه العوائد غير العادية المتراكمة (Cumulative Abnormal Returns) بالرمز CAR.

$$CAR = \sum_t^{t+\varepsilon} \hat{e}_t \quad \dots\dots\dots (8)$$

حيث تشير (t) الى الفترة الزمنية التي تبدأ فيها استجابة عوائد المؤسسات للحدث و(ε) للفترة الزمنية اللازمة للمستثمرين لاستيعاب جميع الآثار المترتبة على وقوع الحدث.

### الدراسات السابقة

ما عدا بعض التعليقات الصحفية والتصريحات الرسمية، لم نجد أي نقاش أو دراسة تتناول تأثير اغلاق محلات الصرافة على الجهاز المصرفي الأردني. وبالتالي فإن هذه الدراسة العلمية تعتبر الأولى في هذا المجال. وتتميز هذه الدراسة بأنها تستخدم منهجية مناسبة لهذا النوع من التحليل من حيث أنها تعتمد على مراقبة رد فعل السوق المالي للأحداث. وهذا النوع من المنهجية استخدم في كثير من الدراسات الأجنبية وفي مجالات مختلفة لتحليل تأثير حدث معين، مثل صدور قانون معين أو اندماج شركات كبرى. فقد استخدم بلاكونير (Blacconiere, 1991) هذا الأسلوب لمعرفة تأثير التعديلات في القوانين المحاسبية الفيدرالية الأمريكية على القيمة السوقية لمؤسسات الإقراض

والتوفير، وقد وجد أن أسعار أسهم تلك المؤسسات تستجيب طرديا للتعديلات المحاسبية المتعلقة بتخفيض القيود على حساب القيمة السوقية لها.

كما استخدم بالبيرر وآخرون (Balbirer et al, 1992) هذا الأسلوب لدراسة أثر الاندماج الذي قامت به ثمان وثلاثون مؤسسة ادخار وإقراض أمريكية ما بين الأعوام ٨١-١٩٨٧، في أعقاب تعرض بعض مؤسسات الادخار في الولايات المتحدة الأمريكية الى مخاطر كبيرة نتيجة تقلبات سعر الفائدة مما حدا بالبنك الاتحادي الفيدرالي الى اجبار بعض المؤسسات على التصفية. وقد وجدوا ان مؤسسات الادخار التي قامت بالاندماج قد حققت عائدا غير عادي لصالحها، وأن هذا العائد يتناسب طرديا مع حجم المؤسسة.

كذلك فقد استخدم ديزاي وستوفر (Desai and Stover, 1985) أسلوب تحليل الحوادث لتقصي أثر الاستيلاء الذي قامت به ثماني عشرة شركة بنكية قابضة على مثيلاتها في الولايات المتحدة الأمريكية بين الأعوام ١٩٧٦ - ١٩٨٢، ووجدا أن هناك عائدا ايجابيا غير عادي لصالح الشركات المستولى وعائدا سالبا للشركات المستولى عليها في أعقاب الإعلان عن هذا الاندماج وموافقة المجلس الاحتياطي الفيدرالي عليه. كما وجدا أن هذا العائد لم يكن مرتبطا بحجم المؤسسات.

كما قام جيمس ووير (James and Weir, 1987) باستخدام نفس الأسلوب في دراسة العائد غير العادي لستين شركة بنكية قامت بعمليات استيلاء على بنوك أخرى ما بين الأعوام ١٩٧٢ - ١٩٨٢ وحصلا على نتائج مشابهة لتلك التي حصل عليها ديزاي وستوفر. وبالمقابل وجد هنان وولكن (Hannan and Wolken, 1989) أن البنوك التي قامت بعملية استيلاء في الفترة ٨٢ - ١٩٨٥ قد حققت عائدا غير عادي سالبا، بينما الشركات التي تم الاستيلاء عليها قد حققت عائدا موجبا. وتتفق هذه النتيجة مع النتيجة التي توصل اليها وول وجب (Wall and Gup, 1989) في دراستهما التي شملت البنوك التي تم الاستيلاء عليها في الفترة ٨١ - ١٩٨٣، إذ كانت عملية الاستيلاء في صالح الشركات المستولى عليها.

أما نييلي (Neely, 1987) فقد وجد أنه من بين الست والعشرين حالة اندماج التي تمت بين الأعوام ٧٩ - ١٩٨٥، فإن البنوك المستوية حققت عائداً سالبا غير عادي خلال الأسبوع الأول الذي تمت فيه عملية الاستيلاء، ثم تحول بعد ذلك الى عائد غير عادي موجب في الأسبوعين التاليين.

من ناحية أخرى، فقد قام هواويني بترجمة وعرض نتائج العشرات من الدراسات التي استعملت أسلوب تحليل الحوادث في الدول الأوروبية المختلفة. وقد بيّن أن معظم الحوادث المشابهة كانت مصحوبة بعائد غير عادي (Hawawini, 1984).

### العينة

لقد تم استخدام الأسس التالية لاختيار المؤسسات المالية في العينة:

أولاً: أن تكون المؤسسة (أو البنك) مسجلاً في سوق عمان المالي بحيث يمكن الحصول على أسعار الأسهم الخاصة بتلك المؤسسة.

ثانياً: أن يكون قد تم تداول أسهم المؤسسة (أو البنك) في سوق عمان المالي على الأقل ثلاثين يوماً خلال الفترة من ١٩٨٨/٩/٣ ولغاية ١٩٨٩/٢/٧ (اليوم الذي سبق إغلاق محلات الصرافة)، وأن يكون قد تم تداول تلك الأسهم لمدة خمسة عشر يوماً بعد تاريخ الإغلاق.

وقد بلغ عدد المؤسسات والبنوك التي تحققت لها الشروط السابقة عشرة مؤسسات وهي المتمثلة في الجدول رقم (٢).

### نتائج الدراسة

لقد قمنا أولاً بتقدير معادلة الانحدار البسيط رقم (٥) لجميع المؤسسات في العينة عن الفترة الزمنية من ١٩٨٨/٩/٣ حتى ١٩٨٩/٢/٧، اليوم الذي سبق إعلان قرار

إغلاق محلات الصرافة. وقد بلغ عدد أيام تداول سوق عمان المالي في هذه الفترة (١١١) يوماً. والجدول رقم (٢) يبين نتائج تلك المعادلات.

ونلاحظ أن معامل التقاطع ليس له دلالة إحصائية على مستوى معنوية ٥٪ لأي من المؤسسات العشرة في العينة. أما بالنسبة إلى ميل خط الانحدار فهو ذو دلالة إحصائية موجبة على مستوى معنوية ٥٪، على الأقل، لجميع المؤسسات باستثناء البنك الأردني للاستثمار والتمويل وبيت التمويل الأردني، وباستثناء معادلتى هاتين المؤسستين، فإن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تتراوح بين (٠.١١٠) و(٠.٥٦١)، وجميعها ذات دلالة إحصائية على نفس المستوى من المعنوية، بالرغم من صغر قيمتها.

ونظراً لعدم معنوية معامل التقاطع، فقد تم إعادة تقدير جميع معادلات الانحدار بدون معامل التقاطع، وكانت النتائج كما تظهر في الجدول رقم (٣). وكما يتضح من هذا الجدول فإن ميل معادلة الانحدار أصبح ذا دلالة إحصائية على مستوى ١٪ لمعظم المؤسسات، باستثناء بيت التمويل الأردني الذي تم استبعاده من التحليل. ويمكن أن يُعزى عدم وجود علاقة إحصائية لمعادلة بيت التمويل الأردني إلى أن آخر يوم تم تداول أسهم هذه المؤسسة فيه كان يوم ١٢/٢٨/١٩٨٨، ولذلك بقي سعر الإغلاق لهذه المؤسسة ثابتاً عند (١٢) دينار للسهم منذ ذلك التاريخ وحتى يوم ٧/٢/٨٩.

ولتقدير قيمة العوائد المتوقعة لكل من المؤسسات التسعة الباقية، فقد قمنا بتعويض قيمة المعلمات التي تم احتسابها في الجدول رقم (٣) في معادلة الانحدار الأصلية (بعد استبعاد بيت التمويل)، وقمنا بتقدير العائد المتوقع لتلك المؤسسات لمدة خمسة عشر يوم تداول بعد تاريخ إغلاق محلات الصرافة. ثم قمنا بخصم قيمة هذه العوائد المتوقعة من العوائد الفعلية التي حصلنا عليها من بيانات سوق عمان المالي، وحصلنا على العائد غير المتوقع أو غير العادي (Abnormal Return) لكل من تلك المؤسسات. وقد قمنا بعد ذلك باحتساب المتوسط الحسابي البسيط للعائد غير المتوقع لجميع المؤسسات في العينة

جدول رقم (٢)

نتائج معادلة الانحدار رقم (٥) لجميع المؤسسات في العينة

المؤسسة	n	R <sup>2</sup>	SE	$\hat{\beta}_i$	$\hat{\alpha}_i$
<b>البنوك التجارية</b>					
١. البنك العربي	٧٩	٠.٢٥٤	١٧٧٩.٠	**٢٤٠.٧	٠.٢٠٤
				(٥١١٩)	(٠.٩٦٠)
٢. البنك الأهلي الأردني	٥٦	٠.٥٦١	٠.٧٠٤	**١.٦٥٥	٠.٨٧-
				(٨٣١٥)	(٠.٨٦٢-)
٣. بنك الأردن	٥٨	٠.١٤٩	١٤٩٦	**١.٢٩٦	٠.٢٧
				(٣١٣٠)	(٠.١٣٢)
٤. البنك الأردني الكويتي	٥٧	٠.٤٣١	١٩١.٠	**٣٤٠.٣	٠.٣١٩-
				(٦٤٩٠)	(١.١٨٥-)
٥. البنك الاسلامي	٤٠	٠.١١٠	٢٣٨٢	*١.٥٥١	٠.٧٦٩
				(٢١٦٧)	(١.٩٠٩)
٦. البنك الأردني للاستثمار والتمويل	٧٣	٠.٢٢	١٦١٨	٠.٥٤٠	٠.٣٦٥
				(١٢٦٢)	(١.٨٠٤)
<b>المؤسسات المالية الاخرى</b>					
٧. بنك الاسكان	٣١	٠.١٣٣	١٩٦٥	*١.٢٨٥	٠.١٣٩
				(٢١٠٦)	(٠.٣٦٨)
٨. بيت التمويل الأردني	٣٨	٠.٢٥	٣٣٥٧	١.٣٧٣	٠.٥٥٩
				(٠.٩٥٦)	(١.٠٠٤)
٩. المحفظة الوطنية	٥٠	٠.٣٦٠	٢٢٧٥	**٣.٢٢٣	٠.٢٣٦
				(٥٢٠٠)	(٠.٦٦٤)
١٠. عقاركو	٣٧	٠.١٤٢	٣.٠٥٠	*٢.٣٣٥	١.٠٣٥
				(٢٤٠٧)	(١.٩٥٧)

الأرقام بين قوسين تشير الى t-ratio

n = عدد أيام تداول أسهم المؤسسة = R<sup>2</sup> = معامل التحديد SE = الخطأ المعياري

\*\* ذات دلالة احصائية على مستوى ١٪

\* ذات دلالة احصائية على مستوى ٥٪

جدول رقم (٣)

نتائج معادلة الانحدار بعد استبعاد حد التقاطع  $\alpha$

$\hat{\beta}_i$	SE	n	المؤسسة
<b>البنوك التجارية</b>			
**٢ر٥٤٩ (٥٧١٠)	١ر٧٨٩	٧٩	١. البنك العربي
**١ر٥٩٢ (٨٦١٤)	٠ر٧٠٣	٥٦	٢. البنك الأهلي الأردني
**١ر٣١١ (٣٣٢٧)	١ر٤٨٣	٥٨	٣. بنك الأردن
**٣ر١٨٨ (٦٤٢٢)	١ر٩١٧	٥٧	٤. البنك الأردني الكويتي
*٢ر٠٣٧ (٢٩٤٧)	٢ر٤٦٢	٤٠	٥. البنك الاسلامي
*ر٠١٤ (٢ر٠٠٤)	١ر٦٤٣	٧٣	٦. البنك الأردني للاستثمار والتحويل
<b>المؤسسات المالية الاخرى</b>			
*١ر٣٦٣ (٢ر٤١٦)	١ر٩٢٦	٣١	٧. بنك الاسكان
١ر٦٧٥ (١ر١٩٣)	٣ر٣٥٧	٣٨	٨. بيت التمويل الأردني
**٣ر٥٠٥ (٦ر١٠١)	٢ر٢٦٢	٥٠	٩. المحفظة الوطنية
**٢ر٩٤٢ (٣ر٠٧٩)	٣ر١٦٨	٣٧	١٠. عقاركو

الأرقام بين قوسين تشير الى t-ratio

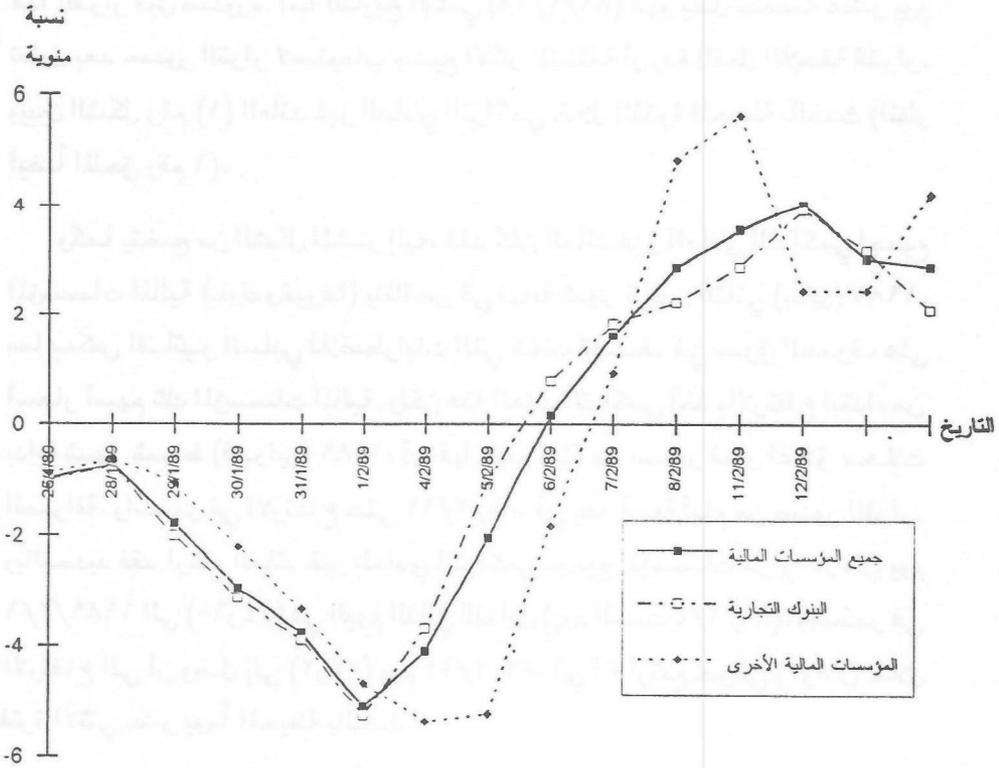
\*\* ذات دلالة احصائية على مستوى ١٪

\* ذات دلالة احصائية على مستوى ٥٪

مجتمعة، ومنه قمنا باحتساب العائد غير العادي التراكمي CAR وذلك للفترة من ١/٢٥/٨٩ ولغاية ٢٨/٢/١٩٨٩. والتاريخ الأول (٨٩/١/٢٥) يمثل عشرة أيام تداول قبل صدور قرار إغلاق محلات الصرافة لاستيعاب تأثير أية معلومات يمكن أن تكون قد تسربت عن هذا القرار قبل صدوره. أما التاريخ الثاني (٨٩/٢/٢٨) فهو يمثل خمسة عشر يوم تداول بعد صدور القرار لاستيعاب جميع الآثار المتخلفة أو ردة الفعل اللاحقة للقرار. ويبين الشكل رقم (١) العائد غير العادي التراكمي خلال الفترة المحيطة بالحدث (انظر أيضاً الملحق رقم ١).

وكما يتضح من الشكل المشار إليه، فقد كان العائد غير العادي التراكمي لجميع المؤسسات المالية (بنوك وغيرها) يتناقص في نهاية شهر كانون الثاني (يناير) ١٩٨٩، مما يعكس التأثير السلبي للاضطرابات التي كانت تعصف في سوق الصرف على أسعار أسهم تلك المؤسسات المالية. ولكن هذا العائد التراكمي أخذ بالارتفاع ابتداءً من بداية شهر شباط (فبراير) ١٩٨٩، أي قبل أيام قليلة من صدور قرار إغلاق محلات الصرافة، واستمر في الارتفاع حتى ١٢/٢/٨٩، أي بعد أربعة أيام من صدور القرار. وبالتحديد فقد ارتفع العائد غير العادي التراكمي لجميع المؤسسات من (-٥.٥٥٪) يوم ١/٢/١٩٨٩ إلى (-٤.٦٤٪) في اليوم التالي للتداول (يوم السبت ٤/٢/٨٩)، واستمر في الارتفاع إلى أن وصل إلى (٣.٢٢٪) يوم ١٢/٢/٨٩، أي أنه ارتفع حوالي (٨.٧٪) خلال فترة الاثني عشر يوماً المحيطة بالحدث.

ونظراً لاحتمال تأثر المؤسسات المالية المختلفة بإغلاق محلات الصرافة بصورة متفاوتة، ولاختبار هذا الاحتمال، فقد تم عمل محفظتين تضم الأولى البنوك التجارية فقط وتضم الثانية المؤسسات المالية الأخرى. وتم تقدير المتوسط الحسابي البسيط للعائد التراكمي غير العادي لكل من هاتين المحفظتين، ولنفس الفترة السابقة. وكما يتضح من الشكل رقم (١) فإن العائد غير العادي التراكمي قد ارتفع للمجموعتين بنفس النسبة وفي نفس الوقت تقريباً. ففي حالة البنوك التجارية، ارتفع العائد التراكمي من (-٤.٦٤٪) يوم ١/٢/٨٩ إلى (-٢.٨٤٪) يوم ٤/٢/٨٩، وإلى (٤.٢٢٪) يوم ١٢/٢/٨٩، أي بزيادة (٨.٦٦٪) خلال فترة الاثني عشر يوماً المحيطة بالحدث. أما في المؤسسات المالية الأخرى فقد انخفض العائد التراكمي من حوالي (-٧.٢٢٪) يوم ١/٢/٨٩ إلى (-٨.٢٢٪)



الشكل رقم (١)

المجموع التراكمي للعائد غير العادي

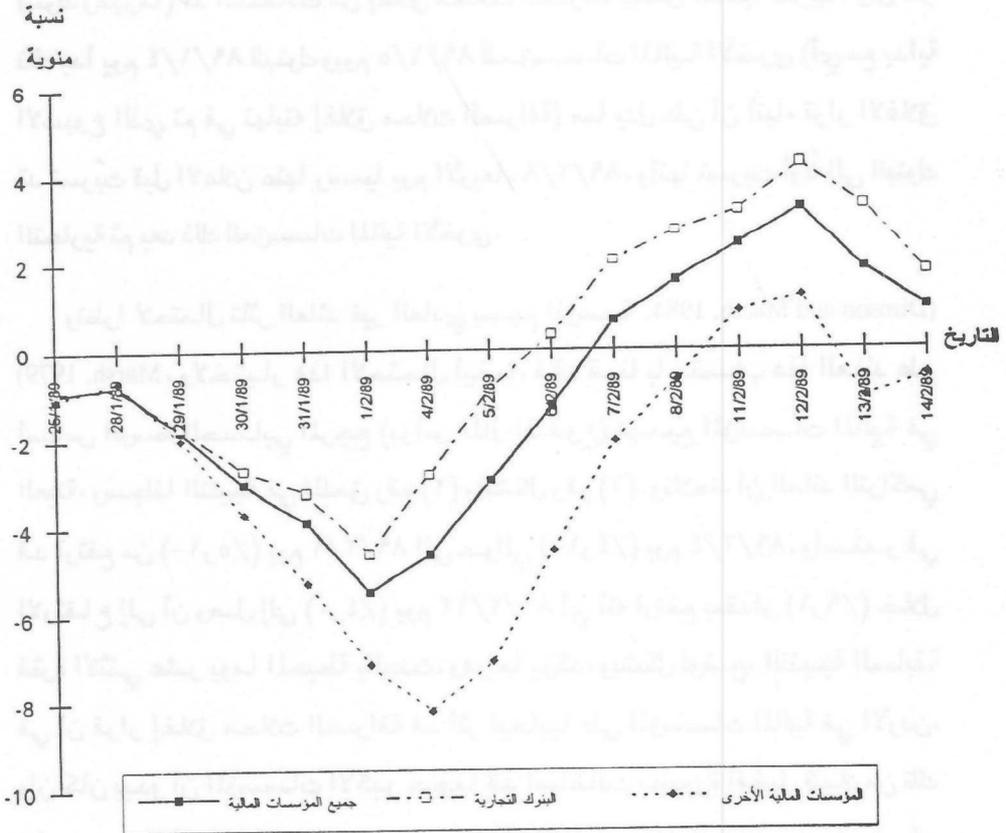
(الوسط الحسابي البسيط)

للفترة ١٩٨٩/٢/١٤ - ١٩٨٩/١/٢٤

يوم ٨٩/٢/٤، ولكنه بدأ يرتفع ابتداءً من يوم ٨٩/٢/٥ الى أن وصل الى (١٢٪) يوم ٨٩/٢/١٢، أي بزيادة (٨ر٤٪) خلال نفس الفترة. وهذا يعني أن جميع المؤسسات المالية (بنوك وغيرها) قد استفادت من إغلاق محلات الصرافة بنفس النسبة تقريبا، وأن أثر ذلك بدأ يوم ٨٩/١/٤ للبنوك ويوم ٨٩/١/٥ للمؤسسات المالية الأخرى (أي مع بداية الاسبوع الذي تم في نهايته إغلاق محلات الصرافة) مما يدل على أن أنباء قرار الاغلاق قد تسربت قبل الاعلان عنها رسميا يوم الأربعاء ٨٩/٢/٨، وأنها تسربت أولاً الى البنوك التجارية ثم بعد ذلك للمؤسسات المالية الأخرى.

ونظرا لاحتمال تأثر العائد غير العادي بحجم المؤسسة (Dimson and Marsh, 1984; Marsh, 1979)، ولاختبار هذا الاحتمال أيضا، فقد قمنا باحتساب هذا العائد على أساس الوسط الحسابي المرجح (برأس المال المدفوع) لجميع المؤسسات المالية في العينة، وسجلنا النتيجة في الملحق رقم (٢) والشكل رقم (٢). ونلاحظ أن العائد التراكمي قد ارتفع من (-٥ر١٪) يوم ٨٩/٢/١ إلى حوالي (-٤ر١٪) يوم ٨٩/٢/٤، واستمر في الارتفاع إلى أن وصل إلى (٤ر٠٪) يوم ٨٩/٢/١٢ أي أنه ارتفع بمقدار (٩ر١٪) خلال فترة الاثني عشر يوما المحيطة بالحدث، وهو ما يؤكد، وبشكل أوضح، النتيجة السابقة في أن قرار إغلاق محلات الصرافة قد أثر ايجابيا على المؤسسات المالية في الأردن، وإن كان يبدو أن المؤسسات الأكبر حجما قد استفادت بصورة أفضل قليلا من تلك الأصغر حجما. كما يظهر أن هذا التأثير قد بدأ يوم السبت (٨٩/١/٤) مما يدل على أن أنباء إغلاق محلات الصرافة قد تسربت قبل الاعلان عنها رسميا بحوالي أربعة أيام.

وعندما قمنا باحتساب العائد التراكمي باستخدام الوسط الحسابي المرجح برأس المال للمحفظتين السابقتين لاحظنا أن العائد التراكمي للبنوك التجارية قد ارتفع من (٥ر٢٪) يوم ٨٩/٢/١ إلى (٣ر٩٪) يوم ٢/١٢ أي بزيادة (٩ر١٪) خلال تلك الفترة، كما ارتفع العائد التراكمي للمؤسسات المالية الأخرى من (-٤ر٧٪) يوم ٨٩/٢/١ إلى (٤ر٤٪) يوم ٨٩/٢/١٢ أي بزيادة (٩ر١٪) أيضا خلال نفس الفترة. وهذا يظهر مرة أخرى أن جميع المؤسسات المالية (بنوك وغيرها) قد استفادت من إغلاق محلات



الشكل رقم (٢)

المجموع التراكمي للعائد غير العادي

(الوسط الحسابي المرجح برأس المال)

للفترة ١٩٨٩/٢/١٤ - ١٩٨٩/١/٢٤

الصرافة بنفس النسبة تقريبا، بالرغم من أن ارتفاع العائد باستخدام الوسط الحسابي المرجح كان أعلى بقليل من العائد باستخدام المتوسط الحسابي، مما يشير إلى أن المؤسسات الأكبر حجما قد استفادت بنسبة أكبر من تلك الأصغر حجما. كما نلاحظ أن الارتفاع في العائد غير العادي التراكمي من البنوك التجارية قد بدأ يوم ٨٩/١/٤ وللمؤسسات المالية الاخرى يوم ٨٩/١/٥، مما يؤكد نفس النتيجة السابقة حول تسرب الانباء عن اغلاق محلات الصرافة.

### الخلاصة والاستنتاجات

إن النتائج التي أظهرتها هذه الدراسة تتفق مع الفرضية الأساسية بأن أسعار أسهم المؤسسات المالية قد تأثرت ايجابيا بإغلاق محلات الصرافة نتيجة لما نجم عن ذلك الإغلاق من تخفيض لحدة المنافسة وتوقع لزيادة أرباح تلك المؤسسات. وهذه النتيجة تنطبق على جميع المؤسسات المالية سواء كانت بنوكا تجارية أو غير ذلك. كذلك فقد أظهرت النتائج أن الزيادة في العائد غير العادي التراكمي كانت أكبر عندما تم ترجيح العوائد برأس المال، مما يشير إلى أن المؤسسات الأكبر حجما قد استفادت بنسبة أكبر قليلا من مثيلاتها الأصغر حجما. من ناحية أخرى، فقد أظهرت الدراسة أن الارتفاع في العائد غير العادي قد بدأ قبل الاعلان عن إغلاق محلات الصرافة رسميا، وأنه بدأ في الارتفاع بالنسبة للبنوك التجارية قبل المؤسسات المالية الاخرى، مما يدل على أن الانباء عن إغلاق محلات الصرافة قد تسربت إلى بعض المستثمرين قبل الاعلان عنها رسميا.

أما بالنسبة للفائدة التي حصلت عليها البنوك والمؤسسات المالية الاخرى وأدت إلى ارتفاع عوائدها، فهناك تفسيرات لتلك النتائج. التفسير الأول هو أن التخلص من الصرافين أدى إلى تخفيض المنافسة وزيادة القوة الاحتكارية في سوق الصرافة. والتفسير الثاني هو أن المؤسسات المالية، وبالذات البنوك التجارية، قد حلت محل الصرافين وأخذت تقوم بالعمليات التي كان يقوم بها أولئك الصرافين بشكل رئيسي مثل تحويل العملة واستبدالها، الخ، مما أدى الى زيادة أرباح تلك المؤسسات.

وتجدر الإشارة الى أن الفترة التي يغطيها البحث كانت تمثل فترة اضطراب نقدي واقتصادي مما يثير احتمال أن يكون أثر اغلاق محلات الصرافة على العائد غير العادي للبنوك قد اختلط بأحداث أخرى في تلك الفترة.

من ناحية أخرى، فإن هناك بعض العوامل التي يمكن أن تكون قد ساعدت على الحد من ارتفاع أسعار أسهم المؤسسات المالية بصورة أكثر مما ظهرت عليه، من بينها توقعات المستثمرين بأن يعاد فتح محلات الصرافة في غضون فترة قريبة، بالإضافة إلى ظهور صرافين غير رسميين في السوق السوداء. ولكن الشيء الذي لا شك فيه هو أن إغلاق محلات الصرافة قد أدى إلى استفادة قطاع المؤسسات المالية بصورة واضحة.

ملحق رقم (١)

المجموع التراكمي للعائد غير العادي (الوسط الحسابي البسيط)

للفترة ١/٢٥ - ١٤/٢/٨٩

أيام التداول جميع المؤسسات المالية البنوك التجارية المؤسسات المالية الأخرى			
(%)	(%)	(%)	
١٠٨٥٤-	٠٩٢٤٥-	٠٩٧٨٢-	٨٩/١/٢٥
٠٦٧٨٤-	٠٨٤١٥-	٠٧٨٧٢-	٨٩/١/٢٨
١٩٩٠٠-	١٧٠١٨-	١٧٩٨٠-	٨٩/١/٢٩
٣٧٠٥٠-	٢٧١٠٧-	٣٠٤٢١-	٨٩/١/٣٠
٥٢٤٥٠-	٣٢٣٥٣-	٣٩٠٥٢-	٨٩/١/٣١
٧١٦١٦-	٤٦٠٢٣-	٥٤٥٥٤-	٨٩/٢/١
٨٢٠٩٧-	٢٨٢٤٧-	٤٦١٩٧-	٨٩/٢/٤
٧١٠١٧-	٠٨٩٩٧-	٢٩٦٧١-	٨٩/٢/٥
٤٥٣٩٠-	٠٣٤٤٩	١٢٨٣٠-	٨٩/٢/٦
٢٠٧٣٠-	٢٠٣٨٩	٠٦٦٧٩	٨٩/٢/٧
٠٦٩٢٩-	٢٧٠٦٠	١٥٧٣١	٨٩/٢/٨
٠٨٧٤٩	٣١٧٣٢	٢٤٠٧١	٨٩/٢/١١
١٢٣٠٢	٤٢٣٢٥	٣٢٣١٧	٨٩/٢/١٢
١١٧٦-	٣٢٩٠٥	١٨٢١١	٨٩/٢/١٣
٠٦٠٥٦-	١٧٤٦٧	٠٩٦٢٦	٨٩/٢/١٤

ملحق رقم (٢)

المجموع التراكمي للعائد غير العادي (الوسط الحسابي المرجح برأس المال)

للفترة ٨٩/٢/١٤ - ١/٢٥

أيام التداول جميع المؤسسات المالية البنوك التجارية المؤسسات المالية الأخرى			
(%)	(%)	(%)	
٠.٩١٩٣-	١ر٠.٢٩٢-	١ر٠.٠٢٨-	٨٩/١/٢٥
٠.٦٣٠٦-	٠.٧٩٥٩-	٠.٧٥٦١-	٨٩/١/٢٨
١ر٠.٨١٤-	٢ر٠.٠٣١-	١ر٧٨.٤-	٨٩/١/٢٩
٢ر٢٠.٤٦-	٣ر١٤.٠٧-	٢ر٩٦٣١-	٨٩/١/٣٠
٣ر٣٥.٠٤-	٣ر٨٨٦.٠-	٣ر٧٥٧١-	٨٩/١/٣١
٤ر٦٦٣٤-	٥ر٢٤٣١-	٥ر١٠.٣٧-	٨٩/٢/١
٥ر٣٥٧٣-	٣ر٦٧٤١-	٤ر٠.٨١٣-	٨٩/٢/٤
٥ر٢٢١٤-	١ر٠.٣٤٨-	٢ر٠.٤٨٧-	٨٩/٢/٥
١ر١٢٥٥-	٠.٧٨٣٨	٠.١٥٢٨	٨٩/٢/٦
٠.٩٢٨.	١ر٨.٧٣	١ر٥٩٥١	٨٩/٢/٧
٤ر٨١٤٩	٢ر٢٢.٥	٢ر٨٥.٢	٨٩/٢/٨
٥ر٦٢٤٤	٢ر١٦١١	٣ر٥٣١٩	٨٩/٢/١١
٤ر٣٦٥٩	٣ر٨٨٣١	٤ر٠.٠٢.	٨٩/٢/١٢
٢ر٤٣٩٩	٣ر١٧١.	٢ر٩٩٥٩	٨٩/٢/١٣
٤ر١٧٥٧	٢ر٠.٦٩.	٢ر٥٨.٨	٨٩/٢/١٤

## الهوامش

- (١) محاضرة نائب البنك المركزي في جامعة اليرموك، نشرت اجزاء منها في جريدة الرأي الأردنية بتاريخ ١٣/٣/١٩٨٩.
- (٢) محاضرة نائب محافظ البنك المركزي في جامعة اليرموك، انظر: جريدة الرأي، ١٣/٣/٨٩، ص٨.
- (٣) المرجع السابق.
- (٤) المرجع السابق.
- (٥) أظهرت الدراسة التي قام بها شامية وطلافة أن سوق عمان المالي يتمتع بكفاءة اقتصادية من المستوى الضعيف مما يعني قدرة السوق على أن يعكس فوراً وبالكامل جميع المعلومات المتوفرة مما ينعكس بدوره على أسعار الاسهم المتداولة في السوق. انظر Shamia and Talafha, 1990, pp 41-71.

## المصادر والمراجع

### المراجع العربية

البنك المركزي الأردني، **السياسة النقدية والمصرفية في الأردن، خواطر وملاحظات**، نيسان ١٩٨٣.

البنك المركزي الأردني، **الجهاز المالي والمصرفي في الأردن**، تشرين الأول ١٩٨٩.

### المراجع الأجنبية

Balbrier, Sheldon D. et al., Regulation, Competition, and Abnormal Returns in the Market for Failed Thrifts, *Journal of Financial Economics* 31, 1992.

Blacconiere, Walter G., Market Reactions to Accounting Regulations in the Savings and Loan Industry, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, North Holland, 1991.

Desai, Anand S. and Roger D. Stover, Bank Holding Company Acquisitions, Stockholder Returns and Regulatory Uncertainty, *Journal of Financial Research* 8, 1985.

Dimson, E. and P. Marsh, *The Impact of the Small Firm Effect on Event Studies and the Performance of Published UK Stock Recommendations*, Working paper, London Business School, March, 1984.

Hannan, Timothy H. and John D. Wolken, Returns to bidders and Targets in the American Process: Evidence from the Banking Industry, *Journal of Financial Services Research*, 3, 1989.

Hawawini, Gabriel, *European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency*, Graduate School of Business Administration, N.Y. 1984.

James, Christopher M. and Peggy Weir, Returns to Acquirers and Competition in the

- Acquisition Market: The Case of Banking. *Journal of Political Economy*, 95, 1987.
- Marsh, P., Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock Market, *Journal of Finance*, Vol 34, September, 1979.
- Neely, Walter P., Banking Acquisitions: Acquirer and Target Shareholder Returns. *Financial Management* 16:4, 1987.
- Shamiya A. and H. Talafha, Amman Financial Market Stability, Effectiveness and Efficiency: An Economic Analysis, *Abhath Al-Yarmouk, Humanities and Social Sciences Series*, Vol.6, No.2, 1990.
- Wall, Larry D. and Benton E. Gup, Market Valuation Effects and Bank Acquisitions, in: Benton E. Gup, ed., *Bank mergers: Current issues and perspectives*, Kluwer, Boston, Ma, 1989.