أثر الشركات ذات الغرض الخاص على اداء السوق المالي: دراسة قياسية تحليلية لأثر اصدارات شركة Cagamas MBS على اداء المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018

The Impact of Special Purpose Companies on the Performance of the Financial Market: An Econometric Study of the Impact of Cagamas MBS Publications on the Performance of the General Index of the Malaysian stock Market during the Period 2004-2018

رقية بوفنش[1،*]، منيرة بباس[2]

[1] مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)

[2] كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر)

تاريخ الاستلام :2020/04/30؛ **تاريخ المراجعة** : 2020/06/14؛ **تاريخ القبول** : 2020/08/24

ملخص : تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018، من خلال دراسة العلاقة بين إصدارات شركة Cagamas MBS وأداء المؤشر لسوق المالي الماليزي كوالامبور composit الذي يعد من بين أهم المؤشرات المالية في ماليزيا، وذلك باستخدام منهج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة خلال فترة الدراسة، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيري الدراسة، بالإضافة إلى تأثير إصدارات الشركات ذات الغرض الخاص سلبا على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي، وذلك بسبب ضعف ثقة المستثمرين في الأسواق المالية بعد حدوث أزمة الرهن العقاري.

الكلمات المفتاح : سوق مالي ماليزي؛ شركات ذات غرض خاص ؛ إصدارات شركة Cagamas MBS ؛ مؤشر عام.

تصنيف JEL : C22؛ G20 ؛ L85

Abstract: This study aims to clarify the impact of special purpose companies on the performance of the Malaysian financial market the period 2004-2018, by studying the relationship between Cagamas MBS issues and the performance of the general index of the Malaysian financial market Kuala Lumpur composit which is one of the most important financial indicators in Malaysia, using autoregressive approach for the periods of slowness distributed During the study period. The study concluded that there is a long-term equilibrium relationship between the two variables of the study, in addition to the negative impact of special purpose vehicle issues on the general index of the Malaysian financial market,due to weak investor confidence in the financial markets after the mortgage crisis.

Keywords: Malaysia Financial Market; Special Purpose vehicle; Cagamas MBS Publications; General Index.

Jel Classification Codes : C22 ; G20 ; L85

* Corresponding author, e-mail: reguia.boufenneche@univ-setif.dz

I- تمهيد :

يعتبر السوق المالي الماليزي من أهم وأبرز الهيئات المالية التي تساهم في تقدم النشاط الاقتصادي ورقيه في ماليزيا، نظرا لدوره في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الإنتاجية والخدماتية، مما يوفر فرصا استثمارية هامة تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما جعل الحكومة الماليزية تعمل على تطويره عن طريق اتخاذ مجموعة من الإجراءات ووضع التشريعات اللازمة لتنظيم عمله، من أجل تقديم أفضل الخدمات وفقا لأعلى معايير التميز والاحترافية المعمول بها عالميا، مما أدى إلى تنوع خدماته وتعدد مبادئه، وتزايد وتنوع المخاطر الناجمة عن التعامل بأدواته، الأمر الذي دفع المؤسسات المالية إلى الاعتماد على تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية، ألا وهي الشركات ذات الغرض الخاص.

في هذا السياق، عرفت الشركات ذات الغرض الخاص انتشارا واسعا في السوق المالي الماليزي على غرار باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لدورها الهام في تطويره وتنشيطه، فقد تم إنشاء العديد من هذه الشركات في ماليزيا وتكييفها مع النشاط التمويلي في سوقها المالي، باعتبار أن الشركات ذات الغرض الخاص كيان قانوني واستثماري يساهم بشكل كبير في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة فيه، فهي تقوم بعملية تحويل الأصول غير السائلة إلى الأصول السائلة القابلة للتداول، وهو ما يشجع المستثمرين على تنويع محافظهم المالية، من خلال الاستثمار في منتجات مالية جديدة تتميز بدرجة عالية من السيولة والتصنيف الائتماني، فالكثير من المستثمرين يفضلون شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص لحصولها على درجة تصنيف أفضل من الأصول المملوكة بشكل مباشر للشركة المنشئة، بالإضافة إلى انخفاض نسبة الفائدة التي تدفع في عملية التوريق بشكل كبير مقارنة بالنسبة المفروضة على الأصول المملوكة للشركة المنشئة في القرض التقليدي.

من بين أهم الشركات ذات الغرض الخاص التي تم إنشاؤها في ماليزيا شركة Cagamas MBS التي تؤدي دورا كبيرا في السوق المالي الماليزي، كونها تعد واحدة من شركات القطاع الخاص المهمة المعتمد عليها في تنشيط السوق الثانوي للرهن العقاري، فهي تقوم بتوريق قروض إسكان الموظفين الحكوميين وبيعها للمستثمرين، الأمر الذي يؤثر على أهم المجالات الاستثمارية في السوق المالي وأدائه، من خلال استحداث المزيد من الأوراق المالية المتميزة بالسيولة العالية وبسهولة تداولها.

I.1- إشكالية الدراسة وفرضياتها:

يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص (Cagamas MBS) على أداء السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالشركات ذات الغرض الخاص؟ وما هي أهميتها وخصائصها؟
- ما هي أهم منتجات الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS والمؤشر العام لسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018؟

وانطلاقا من الإشكالية والتساؤلات المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- أثرت إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS بشكل كبير على أداء السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018؛
- وجود علاقة عكسية وتكاملية طويلة الأجل بين إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS وقيمة المؤشر العام لسوق المالي الماليزي خلال سنة 2004-2018.

I.2- الدراسات السابقة:

تطرقت العديد من الدراسات لدراسة محاور هامة ومختلفة من موضوع دراستنا، فيما يلي عرض لأهمها:

- **دراسة نزار سناء (2016)** بعنوان: **دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال – دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي-**، وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد دور كل من التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي التقليدي في تفعيل سوق رأس المال، من خلال دراسة تطبيقية لحالة السوق المالي الماليزي، وتوصلت الدراسة إلى أن التوريق المصرفي ليس له تأثير كبير على المؤشر المالي الماليزي، وبالتالي ليس له دور فعال في سوق رأس المال الماليزي، أما الصكوك الإسلامية فلها دور كبير في تفعيل سوق رأس المال الماليزي. [1]

- دراسة **Ahmed M. alkhan** (**2016**) بعنوان:

Acritical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry : the kingdom of Bahrain as a case study

وهدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي، والتحقق من ممارسات هذه الشركة في الصناعة المصرفية الإسلامية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية في مملكة البحرين، وتتمثل أهم النتائج المتوصل إليها في وجود تناقض بين المعرفة الإسلامية النظرية والتطبيقية لشركات ذات الغرض الخاص في مملكة البحرين، وذلك بسبب عدة عوامل منها عدم إبلاغ المجالس الإشرافية بالممارسات الواقعية التي تحدث.[2]

- **دراسة علي هلال مشرف البقوم (2015)** بعنوان: **دور الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية – دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية–**: هدفت الدراسة إلى تبيان دور الشركة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية، والتي تتضمن الاكتتاب والتداول وتسييل الأصول والأنظمة والتعليمات، ومدى إدراك العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في مملكة البحرين لمفهوم الشركات ذات الغرض الخاص، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في وجود أثر معنوي لمدى إدراك العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في البحرين لمفهوم الشركة ذات الغرض الخاص، ووجود أثر معنوي لدور الشركة ذات الغرض الخاص على عمليات الاكتتاب والتداول وتسييل الأصول، بالإضافة إلى وجود خلاف بين الفقهاء في التكييف الشرعي للشركة ذات الغرض الخاص وعلاقتها بالشركة المنشئة. [3]

- دراسة **Rosalan Ali and all** (**2013**) بعنوان:

Empirical Analysis of Securitizing Government Staff Housing Loans in Malaysia

هدفت الدراسة إلى قياس الأداء المالي لشركة Cagamas MBS خلال الفترة 2006-2010 باعتبار أن هذه الشركة تعد المصدر الرئيسي في سوق التوريق الماليزي الذي يقوم بإصدار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، وقد توصلت الدراسة إلى أهمية شركة Cagamas في السوق المالي الماليزي، نظرا لأدائها الجيد الذي بينته معدلاتها المالية خلال الفترة 2006-2010، والمتمثلة في انخفاض معدلات التخلف عن السداد ومعدلات الدفع المسبق، وذلك راجع إلى كون هذه الشركة تعد وكالة الرهن العقاري الوحيدة في ماليزيا التي تقوم بإصدار سندات دين عالية التصنيف.[4]

- دراسة **Bakri. M. H and all** (**2011**) بعنوان:

The study of residential mortagage backed securities during subprime mortagage: Malaysian experience

هدفت الدراسة إلى قياس الأداء المالي لشركة Cagamas خلال الفترة 2008-2012، باعتبارها المصدر الوحيد في سوق الأوراق المالية الماليزية التي بدأت في إصدار سندات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري RMBS للأدوات التقليدية والإسلامية، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في أن شركة Cagamas تميزت بأداء جيد خلال فترة الدراسة، نظرا لإصدارها سندات دين ذات جودة ائتمانية عالية. [5]

- دراسة **Sagé de clerck** (2005) بعنوان: Special purpose entities and the public sector

هدفت الدراسة إلى تبيان الطبيعة المعقدة للشركات ذات الغرض الخاص، وتوضيح صعوبات التعامل مع هذه الشركات من حيث التحليل والنظم الإحصائية، وتتمثل أهم النتائج المتوصل إليها في عدم وجود تعريف متفق علية للشركات ذات الغرض الخاص، بسبب الطبيعة المعقدة والمتطورة لهذه الأخيرة، وكذا عدم وجود المبادئ المحاسبية والإحصائية المتعلقة بمعاملات هذه الشركات.[6]

وقد أفادتنا الدراسات السابقة في بناء الجانب النظري المتعلق بالشركات ذات الغرض الخاص وتحديد دورها في عملية التوريق، الأمر الذي مكننا من من تحديد المشكلة البحثية وأهميتها، وكذا بناء الجانب المنهجي للدراسة، بالإضافة إلى تحديد بعض فرضيات دراستنا التي تتشابه مع الدراسات السابقة في كونها تتطرق لدراسة الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في التوريق، وتختلف عنها في الحدود الزمانية والمكانية للدراسة ودراسة الحالة (شركة Cagamas MBS)، بالإضافة إلى الاعتماد على نموذج قياسي في توضيح أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي في الأجل القصير والطويل، والمتمثل في منهج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL).

I.3– الشركات ذات الغرض الخاص: مدخل نظري

تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص من بين أبرز ما توصل إليه فن الإبداع المالي والهندسة المالية، وليتم التعرف على هذا النوع من الشركات، أهميتها وخصائصها، سيتم تناول ما يلي:

I.1.3- تعريف الشركات ذات الغرض الخاص:

يمكن تعريف الشركات ذات الغرض الخاص على النحو التالي:

- الشركة ذات الغرض الخاص هي: شركة التوريق التي يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها لتتولى إصدار الأوراق المالية بقيمتها، وسداد قيمة الأصل للمنشئ بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له وكسب الفرق وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية.[7]
- الشركة ذات الغرض الخاص هي: شركة تنشأ لتحول الحقوق المالية المضمونة بأصول، وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة له.[8]
- الشركة ذات الغرض الخاص هي: عقد مالي يستخدم لعزل المخاطر المالية، ويتم تأسيسها لتمويل مشروعات كبيرة دون تعريض الشركة بأكملها للخطر.[9]
- الشركة ذات الغرض الخاص هي: كيان قانوني يتم إنشاؤه من قبل الشركة المنشئة، وذلك عن طريق نقل الأصول إليها من قبل الشركة المنشئة، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بأداء دور أو نشاط اقتصادي محدد، وليس لها أي نشاط آخر غير ذلك النشاط الذي أنشئت لأجله.[10]

من خلال ما سبق يمكن القول أن الشركة ذات الغرض الخاص هي: كيان قانوني يتم إنشاؤه من قبل الشركة المنشئة، عن طريق نقل ملكية الحصص إليها من قبل الشركة المنشئة، لتقوم بإصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول معينة.

I.2.3- أهمية الشركات ذات الغرض الخاص:

تتمثل أهمية الشركة ذات الغرض الخاص فيما يلي:[11]

- الشركات ذات الغرض الخاص هي أداة لإدارة مخاطر المؤسسات، حيث يقوم المنشئ بتحويل مخاطر الائتمان ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر السوق إلى أطراف أخرى، حيث ينظر إلى الشركات ذات الغرض الخاص المستخدمة في آليات التوريق بمثابة اقتراض مضمون، ويتمثل أحد الأهداف الرئيسية لهذه الشركات في عزل الأصول التي تحملها المؤسسة الأصلية بشكل قانوني، وبالتالي يمكن للمنشئ تحديد التزامه القانوني من خلال الديون الصادرة عن الشركات ذات الغرض الخاص؛
- تساعد الشركة ذات الغرض الخاص المنشئ على الحصول على مصادر إضافية للتمويل والسيولة؛
- ضمان تسويق الأصول المالية، حيث يمكن بيع الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص في السوق الثانوية، وبالتالي المساهمة في السيولة في الأسواق المالية.

I.3.3- خصائص الشركات ذات الغرض الخاص:

من بين خصائص الشركات ذات الغرض الخاص نذكر ما يلي:[12]

- الشركة ذات الغرض الخاص هي كيان مستقل: حيث توجد آليات قانونية لعزل الأصول والخصوم والمخاطر المرتبطة بالشركة ذات الغرض الخاص؛
- عدم تعرض الشركات ذات الغرض الخاص للإفلاس؛
- تعدد أغراض الشركات ذات الغرض الخاص وتحديدها مسبقا: للشركة ذات الغرض الخاص أهداف محددة أثناء نشاطها، فبمجرد القيام بالأغراض المحددة سلفا تتوقف عن العمل؛
- تمتع الشركات ذات الغرض الخاص بالشخصية القانونية: الشركة ذات الغرض الخاص هي كيان معترف به قانونا، يمكن أن يأخذ أحد الأشكال القانونية: شركة مساهمة أو شركة ذات المسؤولية المحدودة أو شركة أشخاص وغيرها.

I.4- منتجات الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا:

يوجد نوعان من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا، وهما:[13]

- **الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية:** وهي الأوراق المالية الأكثر إصدارا في ماليزيا، وتصدر هذه الأوراق مؤسسة الرهن العقاري التي تأسست عام 1986، و التي مهدت الطريق نحو تطوير التوريق في ماليزيا، وهي تعرف باسم Cagamas، حيث تقوم هذه الأخيرة بشراء قروض الإسكان من البنوك وشركات التمويل، وتعرف هذه الأوراق باسم Mortgage Backed Securities .
- **الأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية:** يتمثل النوع الثاني من الأوراق المالية التي يتم إصدارها في ماليزيا في الأوراق التي تكون مضمونة بقروض أخرى غير القروض العقارية كقروض السيارات وقروض الطلاب وقروض بطاقات الائتمان، وهي تعرف باسم Asset Backed Securuties ، ولكن هذا النوع لم يتطور بالشكل الذي تطورت به الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية.

I.5- التعريف بالشركة محل الدراسة "شركة Cagamas MBS":

بدأ نشاط التوريق في ماليزيا عام 1986 عندما أنشأت الحكومة هيئة التمويل العقاري للقيام بعملية التوريق في ماليزيا، وتوصف على أنها شركة ذات الغرض الخاص بين مقرضي الرهن العقاري والمستثمرين على المدى الطويل، كما يطلق على الأوراق المالية الصادرة عن Cagamas إسم سندات Cagamas في السوق المالي الماليزي، وتعتبر هذه الشركة أهم مصدر للأوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا. [14]

وقد قامت الحكومة الماليزية في شهر أفريل من سنة 2004 بتأسيس شركة Cagamas MBS عندما قامت بتوريق حوالي 1.936 مليار رينجيت ماليزي، وذلك لتحقيق الأهداف التالية:[15]

- تطوير آلية التوريق، عن طريق قيام هذه الشركة بشراء أصول الرهن العقاري التقليدي والإسلامي من الحكومة، وإصدار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني التقليدي (RMBS)، والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني الإسلامي(IRMBS).
- زيادة عمق واتساع سوق رأس المال؛
- تعزيز الأوراق المالية المدعومة بالأصول كأداة جديدة لجمع الأموال من سوق رأس المال.

ويتمثل دور شركة Cagamas MBS فيما يلي: [16]

- شراء أصول الرهن العقاري التقليدي والإسلامي من الحكومة؛
- إصدار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني التقليدي (RMBS)، والذي قدر في سنة 2004 بـ 1.55 مليار رينجيت ماليزي و 1.27 مليار رينجيت سنة 2018؛
- إصدار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني الإسلامي(IRMBS) ، والذي قدر في سنة 2005 بـ 2.050 مليار رينجيت ماليزي و 1.261 مليار رينجيت سنة 2018.

وتتميز الأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas MBS بمجموعة من الخصائص أهمها: [17]

- حصول الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني على أعلى تصنيف ائتماني AAA من قبل وكالة التصنيف الماليزية؛
- الجودة العالية للأصول المالية الأساسية؛
- يستثمر في الأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas MBS المؤسسات المالية وشركات التأمين.
- تعد الأوراق المالية التي مدة استحقاقها 3 سنوات الأكثر نشاطا في السوق الثانوي بسبب ارتفاع عائدها، في حين تعتبر الأوراق المالية التي مدة استحقاقها 10 سنوات الأقل تداولا في السوق الثانوي.

II – الطريقة والأدوات :

يمكن توضيح الطريقة والأدوات المستخدمة في هذه الدراسة من خلال ما يلي:

II. 1 – منهج الدراسة:

استخدمت هذه الدراسة منهج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) المتميز بإمكانية تطبيقه بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية في الدراسة متكاملة من الدرجة I(0) أو من الدرجة I(1)، أو أنها كانت مزيجا بينهما، بشرط عدم وجود سلاسل زمنية متكاملة من درجة أعلى من I(1)،[18] و يتم تطبيق هذه الطريقة في هذه الدراسة بالاستعانة ببرنامج Eviews 9 .

II. 2 – متغيرات الدراسة ومصادرها:

تتطلب دراسة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS على أداء السوق المالي الماليزي الاعتماد على المتغيرين التاليين:

- المؤشر العام للسوق المالي الماليزي (KLCI) كمتغير تابع نظرا لعدم توفر المعطيات عن المؤشرات الأخرى لقياس أداء السوق المالي خلال فترة الدراسة، وأخذت قيمة هذا المؤشر على أساس قيمة المؤشر السنوية ممثلة في القيمة لآخر يوم تداول لشهر ديسمبر من كل سنة؛
- إصدارات الأوراق المالية المضمونة بعقارات سكنية لشركة Cagamas MBS (RMBS) كمتغير مستقل.

وقد تم الحصول على البيانات التي يتضمن الجدول رقم (1) قيمها، والمعتمد عليها في هذه الدراسة القياسية من الموقع الرسمي لشركة Cagamas،[19] الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، [20]والموقع الرسمي للبورصة الماليزية،[21] وتمت الدراسة خلال الفترة 2004 – 2018.

III- النتائج ومناقشتها :

1.III – اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

قبل تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة يتم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية المعتمد عليها في تقدير النموذج القياسي، وتحديد درجة تكاملها، بهدف تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية، ولتحقيق ذلك تم استخدام اختبارات جذر الوحدة المتمثلة في اختباري ديكي فولر المطور (ADF) وفيليب بيرون (pp)، وبالاستعانة ببرنامج Eviews9 تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول رقم (2)، والذي يتضح من خلاله أن السلسلتين من نوع I(1) ، مما يعني أن طريقة ARDL هي طريقة مناسبة لدراسة العلاقة التوازنية على المدى الطويل.

2.III – اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية ARDL:

بعد القيام باختبارات جذر الوحدة للاستقرارية تستكمل باقي خطوات منهجية ARDL بداية بتحديد درجة التأخير المثلى ثم تقدير النموذج وأخيرا تقييمه إحصائيا وقياسيا.

1.2.III – تحديد درجة التأخير المثلى:

لتحديد طول فترات الإبطاء الموزعة (n) يستخدم عادة معيارين هما (AIC) أو (SC)، حيث يتم اختيار طول الفترة التي تدني قيمة كل من (AIC) أو (SC)[22] ، ووفقا للبيانات المعتمد عليها في هذه الدراسة فإن أفضل نموذج هو ARDL(1,2) حسب معيار (AIC) كما يظهر في الشكل رقم (1).

وعليه يكتب النموذج وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\Delta KLCI = c + \alpha_1 KLCI_{t-1} + \alpha_2 RMBF_{t-1} + \beta_{1i}\Delta KLCI_{t-1} + \sum_{i=1}^{2}\beta_{2i}\Delta RMBF_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

Δ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى.

Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

C: الحد الثابت.

t: اتجاه الزمن.

ε_t: حد الخطأ العشوائي.

β_1, β_2: معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

α_1, α_2: معاملات العلاقة طويلة الأجل.

2.2.III – تقدير النموذج:

تقدير النموذج باستعمال طريقة ARDL سمح بالحصول على النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (3)، والتي تبين أن المتغير المستقل يؤثر في المؤشر العام للسوق الماليزي في فترتي إبطاء مختلفة، والمتمثلة في RMBF(-2)، و RMBF(-1) إضافة إلى الثابت، كما تظهر النتائج المتحصل عليها أن المتغيرات المستقلة تؤثر في مجملها على المتغير التابع وفقا لاختبار فيشر، وهي نتائج تتوافق مع الواقع، فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنيا لمحدداتها بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية، وهو ما جعل معامل التحديد كافيا لتفسير النموذج بنسبة 81.9 ٪.

أما فيما يتعلق بالعلاقة التوازنية الطويلة الأجل فيتضح من خلال نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (ARDL-UECM) الذي يتضمن الجدول رقم (4) نتائجه معنوية حد تصحيح الخطأ CointEq(-1) مع الإشارة السالبة المتوقعة، وهو ما يعتبر دليلا على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، أما قيمة حد تصحيح الخطأ فتشير إلى أن حوالي 86.66٪ من الاختلالات التي تحدث على المستوى

التوازني يتم تصحيحها خلال الفترة السابقة بالنسبة لكل المتغيرات، وتعكس هذه النسبة سرعة الرجوع إلى الوضع التوازني بعد أثر أي صدمة في النموذج نتيجة التغير في إصدارات الشركة، كما يتضح من خلال معادلة التوازن في الأجل الطويل التي يتضمنها نفس الجدول وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، نظرا لضعف ثقة المستثمرين في الأسواق المالية بعد حدوث أزمة الرهن العقاري.

III.3.2 – تقييم النموذج إحصائيا وقياسيا:

يتم تقييم النموذج من خلال القيام بتشخيص المعالم والبواقي والتأكد من استقرارية النموذج المقدر كما هو موضح من خلال ما يلي:

- **تشخيص المعالم:** وذلك بالاعتماد على اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds test) الذي تظهر نتائجه في الجدول رقم (5)، والتي يتضح من خلالها أن القيمة المحسوبة للإحصاءة F= 9.73 تقع خارج الحدود العليا والدنيا عند جميع مستويات المعنوية 90 ٪، 95٪ و99٪ ، وأن قيمة هذه الإحصاءة أكبر من جميع الحدود العليا وفقا لجداول Pesaran، وهو ما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة المدى.

- **تشخيص البواقي:** لتشخيص بواقي النموذج يمكن استخدام الاختبارات التالية:

- **اختبار الارتباط الذاتي:** وذلك باستخدام اختبار مضاعف لاغرنج (2) LM Test الذي يمكن من معرفة وجود ارتباط ما بين الأخطاء من عدمه برتبة أعلى من الواحد، حيث يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء إذا كان احتمال قيمة اختبار فيشر التابع لتوزيع كاي تربيع أو قيمة معامل التحديد التابعة لنفس التوزيع أكبر من مستوى المعنوية 0.10، والجدول رقم (6) يبين نتائج هذا الاختبار التي يتضح من خلالها عدم وجود مشكل الارتباط الذاتي للبواقي.

- **اختبار عدم ثبات التباين:** يمكن التأكد من عدم وجود مشكلة اختلاف التباين باستعمال اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار ARCH2، واعتمادا على نتائج الجدول رقم (7) نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل بعدم وجود اختلاف تباين في النموذج، لأن القيم الاحتمالية الخاصة باختبار فيشر تتعدى مستوى المعنوية 5 ٪، وعليه نستنتج أن المعلمات المقدرة تتميز بالكفاءة مما يعطي نتائج موثوقة فيما يتعلق باختبار الفرضيات.

- **اختبار توزيع البواقي:** يمكن التأكد من التوزيع الطبيعي للبواقي باستعمال اختبار Jaque – Bera الموضح في الشكل الثاني، والذي يتضح من خلاله أن البواقي تتوزع طبيعيا لأن احتمال Jaque - Bera الذي يساوي 0.65، وهو أكبر من مستوى المعنوية 5٪.

- **اختبار استقرارية النموذج (Stability Test):** للتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك من أهمها المجموع التراكمي للبواقي المعاودة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM of Squares) اللذان يعدان من أهم الاختبارات التي توضح مدى استقرار المعلمات في الأمدين القصير والطويل، و من خلال الشكلين (3) و (4) نلاحظ أن المجموع التراكمي للبواقي المعاودة هو عبارة عن خط داخل حدود المنطقة الحرجة مشيرا إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5 ٪ ،كما أن المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة هو خط يقع داخل حدود المنطقة الحرجة، وعليه يمكن القول أن هناك استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الأمد القصير.

IV- الخلاصة :

قامت هذه الدراسة بتحديد نموذج قياسي يبين العلاقة بين إصدارات الأوراق المالية المضمونة بعقارات سكنية والمؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018 باستخدام تقنية قياسية تمثلت في نموذج الانحدار الخطي للإبطاء الموزعة، وتبين من خلال هذه الدراسة والنموذج المقدر الذي تم تقييمه إحصائيا وقياسيا ما يلي:

- تؤثر إصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي في فترات إبطاء مختلفة، والمتمثلة في RMBF(-2) و RMBF(-1) إضافة إلى الثابت، كما تبين من خلال اختبار فيشر أن هذه المتغيرات تؤثر في مجملها على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي، وهي نتائج تتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنيا لمحدداتها بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية؛

- بلغت قيمة معامل التحديد التي تعكس القدرة التفسيرية للنموذج القيمة 0.819، وهو ما يعني أن 81.9 ٪ من التغيرات التي تحدث في المؤشر العام للسوق المالي الماليزي سببها التغيرات الحاصلة في إصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية، في حين ترجع باقي التغيرات العوامل العشوائية؛

- بين اختبار الحدود (Bounds test) للتكامل المشترك وجود تكامل مشترك بين إصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية والمؤشر العام للسوق المالي الماليزي، وهو ما يعني وجود علاقة توازنية بينهما على الأمد البعيد؛ أي أن المتغيرين لا يبتعدان عن بعضهما البعض على الأمد البعيد وهما في حالة توازن، وفي حالة حدوث صدمة على المدى القصير وانزياح النموذج عن وضع التوازن يمكن للنموذج العودة إلى نقطة التوازن على الأمد البعيد.

- بينت نتائج نموذج تصحيح الخطأ أن معامل تصحيح حد الخطأ سالب ومعنوي عند مستوى المعنوية 5٪ وقد بلغت قيمة هذا المعامل القيمة 0.86، مما يعني أن 86٪ من أخطاء الأجل القصير تصحح تلقائيا لبلوغ التوازن في الأجل الطويل خلال مدة تقارب السنة، فالانحرافات و الاختلالات في المؤشر العام للسوق المالي الماليزي التي تحدث في السنة السابقة يتم تصحيحها في السنة الحالية وتتم العودة إلى وضع التوازن من جديد.

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لإصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية لشركة Cagamas MBS على المؤشر المالي للسوق المالي، فتغير قيمة الإصدارات بنسبة 1 ٪ يسبب تغيرا في المؤشر المالي بنسبة 9.4٪، كما تبين من خلال النموذج وجود أثر عكسي لإصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية لشركة Cagamas MBS على المؤشر المالي للسوق المالي الماليزي، ويمكن إرجاع ذلك إلى ضعف ثقة المستثمرين بعد حدوث أزمة الرهن العقاري، خاصة وأن ماليزيا قامت سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك نزلت على إثرها الإصدارات سنة 2008 التي حدثت فيها أزمة الرهن العقاري، فنتيجة الخسائر الكبيرة التي لحقت بالبنوك ومؤسسات الرهن العقاري وشركات التأمين نتيجة التخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن تراجعت سيولة السوق وسيولة التمويل، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقاري والمؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري تم على إثرها تسييل الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية، ليتراجع بعدها في السنوات اللاحقة العديد من مصدرو هذه الأوراق عن شراء الرهون العقارية من السوق الثانوي الذي تباع فيه الرهون العقارية الثانوية، واستمر على إثر هذا التراجع عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية بعد تراجع ثقتهم فيها، الأمر الذي ترتب عليه تراجع سوق رأس المال الماليزي.

- استقرار نموذج الدراسة على المديين القصير والطويل بناءا على اختباري المجموع التراكمي للبواقي المعاودة وكذا المجموع التراكمي مربعات البواقي المعاودة، مما يعني أن إصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية تفسر التغيرات في المؤشر المالي للسوق الماليزي في الأمدين الطويل والقصير، و وجود استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأمد الطويل والأمد القصير، وعدم وجود تغير هيكلي في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة؛

ومن خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- للشركات ذات الغرض الخاص أهمية بالغة في الأسواق المالية التقليدية خاصة في الدول المتقدمة، لذلك وجب على الدول الأخرى خاصة النامية منها الاهتمام بهذا النوع من الشركات لتنشيط أسواقها المالية وزيادة سيولتها؛

- لا بد من الاستفادة من تجربة الشركات ذات الغرض الخاص في مجال التوريق التقليدي، لتطبيقها في مجال التصكيك الإسلامي لتنشيط الأسواق الإسلامية؛

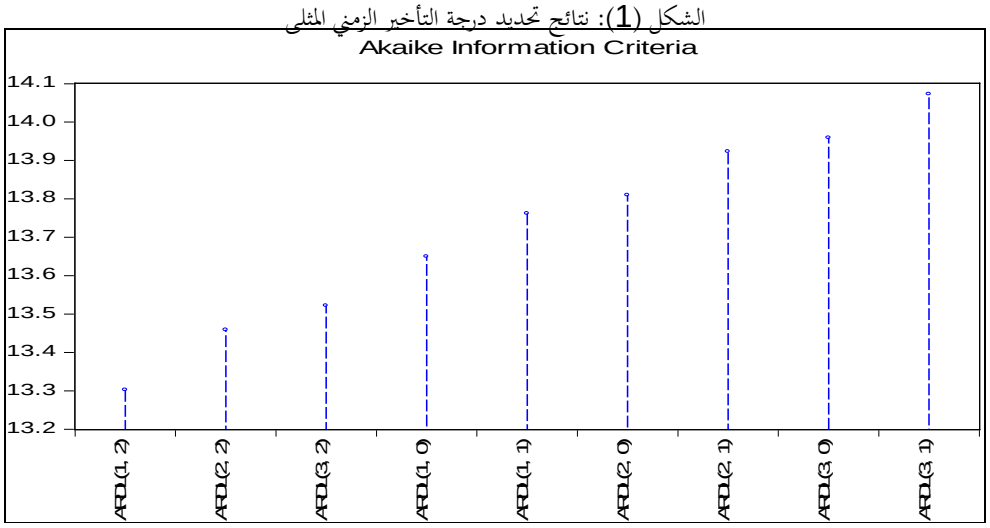
- ضرورة مراقبة عمل الشركات ذات الغرض الخاص في الأسواق المالية وفق الضوابط لتفادي الأزمات المالية، باعتبار أن هذه الشركات من بين أهم المتدخلين في هذه الأسواق المالية.

ومن خلال هذه الدراسة يمكن اقتراح الإشكاليتين التاليتين:

- دور الشركات ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية؛
- أثر الشركات ذات الغرض الخاص على سيولة السوق المالي.

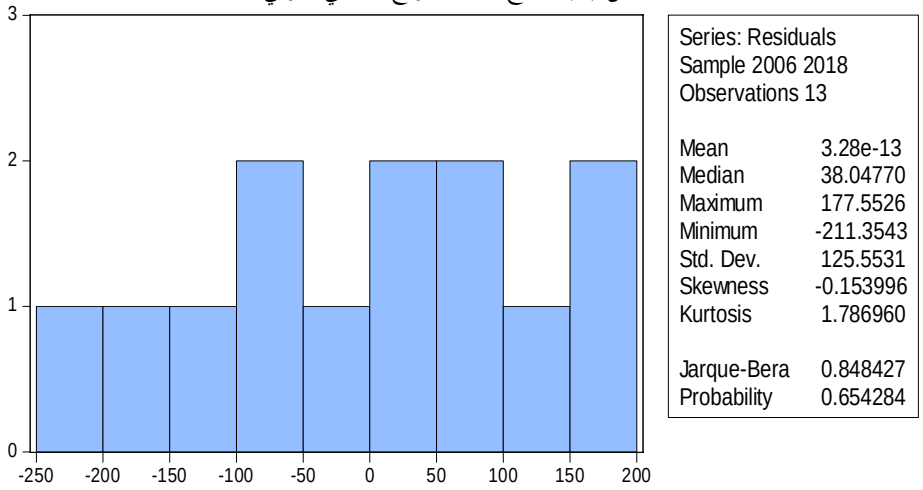
– ملاحق :

الشكل (1): نتائج تحديد درجة التأخير الزمني المثلى



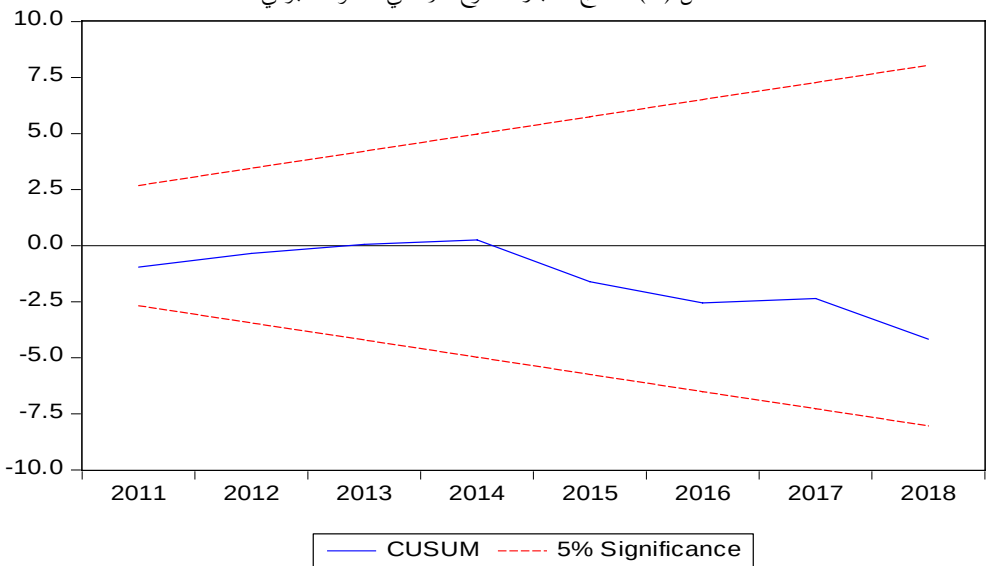
المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9

الشكل (2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



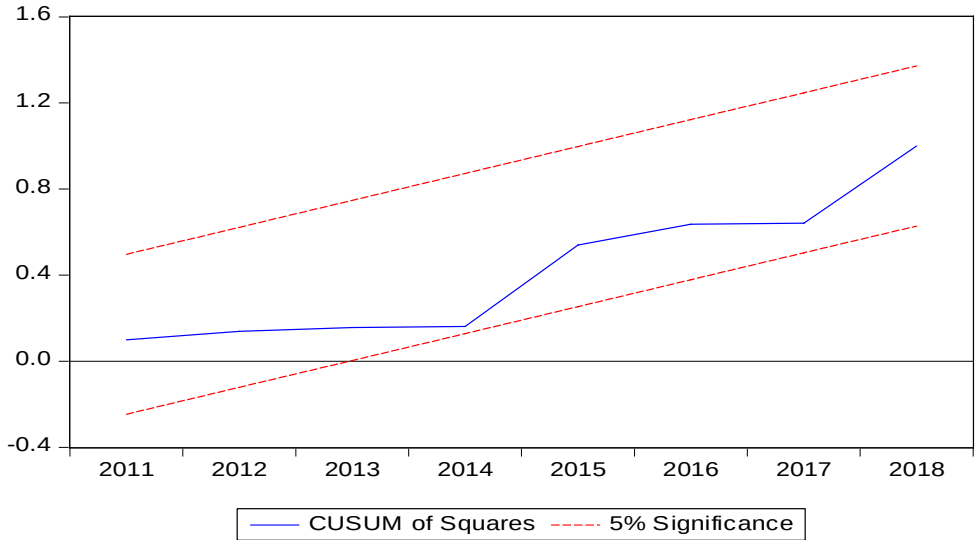
المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9 .

الشكل (3): نتائج اختبار المجموع التراكمي المعاودة للبواقي



المصدر: مخرجات برمجية Eviews 9

الشكل (4): نتائج اختبار المجموع التراكمي المعاودة لمربعات البواقي



المصدر: مخرجات برمجية Eviews 9

الجدول (1): السلسلتان الزمنيتان لمتغيري الدراسة

السنوات	المؤشر العام	إصداراتcagamas MBS
2004	907.43	1.555.0
2005	899.79	3.615.0
2006	1096.24	3.615.0
2007	1445.03	5.445.0
2008	876.75	5.220.0

4.902.7	1272.78	2009
4.135.4	1518.91	2010
3.842.8	1530.73	2011
3.195.3	1688.95	2012
3.195.3	1866.96	2013
2.464.5	1804.03	2014
2.143.5	1692.5	2015
2.143.5	1671.54	2016
1.270.3	1796.81	2017
1.270.3	1690.58	2018

المصدر:

- الموقع الرسمي لشركة Cagamas.
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
- الموقع الرسمي للبورصة الماليزية.

الجدول (2): نتائج اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)			
		KLCI	RMBS
With Constant	t-Statistic	-1.7660	-1.4415
	Prob.	*0.3801*	*0.5321*
		n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.6274	-8.3068
	Prob.	*0.2752*	*0.0001*
		n0	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	1.1389	-0.5436
	Prob.	*0.9249*	*0.4631*
		n0	n0
At First Difference			
		d(KLCI)	d(RMBF)
With Constant	t-Statistic	-6.8710	-4.2842
	Prob.	*0.0001*	*0.0068*
		***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.5286	-4.4460
	Prob.	*0.0000*	*0.0195*
		***	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.7991	-4.2969
	Prob.	*0.0002*	*0.0004*
		***	***
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)			
At Level			

		KLCI	RMBF
With Constant	t-Statistic	-1.7421	-1.3052
	Prob.	*0.3908*	*0.5904*
		n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.6473	-4.1971
	Prob.	*0.2683*	*0.0262*
		n0	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.8746	-0.4694
	Prob.	*0.8860*	*0.4935*
		n0	n0
At First Difference			
		d(KLCI)	d(RMBF)
With Constant	t-Statistic	-3.9298	-4.2842
	Prob.	*0.0137*	*0.0068*
		**	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.2777	-4.5248
	Prob.	*0.0280*	*0.0173*
		**	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.7274	-4.2939
	Prob.	*0.0002*	*0.0004*
		***	***

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9

الجدول (3): نتائج التقدير وفق طريقة ARDL

Dependent Variable: KLCI
Method: ARDL
Date: 13/10/19 Time: 05:57
Sample (adjusted): 2006 2018
Included observations: 13 after adjustments
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): RMBF
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 9
Selected Model: ARDL(1, 2)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
KLCI(-1)	0.133379	0.204394	0.652554	0.5323
RMBF	-0.058164	0.075112	-0.774361	0.4610
RMBF(-1)	-0.205070	0.085147	-2.408419	0.0426
RMBF(-2)	0.181638	0.055762	3.257405	0.0116
C	1607.324	423.9851	3.790991	0.0053
R-squared	0.819053	Mean dependent var		1534.755
Adjusted R-squared	0.728580	S.D. dependent var		295.1564
S.E. of regression	153.7705	Akaike info criterion		13.19252
Sum squared resid	189163.0	Schwarz criterion		13.40981
Log likelihood	-80.75140	Hannan-Quinn criter.		13.14786
F-statistic	9.052986	Durbin-Watson stat		1.794436
Prob(F-statistic)	0.004584			

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9 .

الجدول (4): نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (ARDL-UECM)

ARDL Cointegrating And Long Run Form Dependent Variable: KLCI Selected Model: ARDL(1, 2) Date: 10/13/19 Time: 05:58 Sample: 2004 2018 Included observations: 13				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RMBF)	-0.058164	0.075112	-0.774361	0.4610
D(RMBF(-1))	-0.181638	0.055762	-3.257405	0.0116
CointEq(-1)	-0.866621	0.204394	-4.239946	0.0028
Cointeq = KLCI - (-0.0942*RMBF + 1854.7008)				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RMBF	-0.094154	0.046395	-2.029398	0.0769
C	1854.700837	164.253643	11.291688	0.0000

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9 .

الجدول (5): اختبار الحدود لوجود التكامل المشترك (Bounds test)

ARDL Bounds Test Date: 10/13/19 Time: 05:14 Sample: 2006 2018 Included observations: 13		
Test Statistic	Value	K
F-statistic	9.737434	1
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9

الجدول (6): اختبار الارتباط الذاتي LM Test (2)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.170776	Prob. F(2,6)	0.8470
Obs*R-squared	0.700171	Prob. Chi-Square(2)	0.7046

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9 .

الجدول (7): اختبار عدم ثبات التباين ARCH (2)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.100497	Prob. F(4,8)	0.4190
Obs*R-squared	4.614247	Prob. Chi-Square(4)	0.3292
Scaled explained SS	0.687569	Prob. Chi-Square(4)	0.9529

المصدر :مخرجات برمجية Eviews 9 .

- الإحالات والمراجع :

[1] سناء نزار (2015 – 2016)، **دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001-2015**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، الجزائر: جامعة محمد خيضر بسكرة. على الخط: http://thesis.univ-biskra.dz/3014/1/Th%C3%A8se_lmd_47_2017.pdf (تاريخ الزيارة 2020/03/05).

[2] Ahmed M. alkhan(2016), **Acritical analysis of special purpose vehicle in the islamic banking industry : the kingdom of bahrain as a case study**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Islamic Finance, United Kingdom : Centre for Islamic Finance University of Bolton, p 21.

[3] علي هلال مشرف البقوم (2015)، **دور الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية – دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الأردن: جامعة العلوم الإسلامية العالمية.

[4] Rosalan Ali and all (2013), **Empirical Analysis of Securitizing Government Staff Housing Loans in Malaysia,** In the international Islamic Business Conference, University Technology MARA, Malaysia, p 1. Online: https://www.researchgate.net/publication/260986158_Empirical_Analysis_of_Securitizing_Government_Staff_Housing_Loans_in_Malaysia(Visited 25/07/2020).

[5] Bakri Mohammed and all (2015), **The study of residential mortagage backed securities during subprime mortgag : malaysian experience**, Advanced Science Letters 21(5), USA : American Scientific Publishers, pp 400-407. Online: https://www.researchgate.net/publication/320414419_The_Study_Of_Residential_Mortgage_Backed_Securities_During_Subprime_Mortgage_Malaysian_Experience (Visited 05/03/2020).

[6] Sagé de clerck(2005), **Special purpose entities and the public sector**, paper for presentation at the fourth meeting of the task force on harmonization of public sector accounting international monetary fund, Washington, D.C., pp 9-1 . Online: https://www.imf.org/external/NP/sta/tfhpsa/2005/09/SPEsdc.pdf(Visited 25/07/2020).

[7] يوسف حسن يوسف (2014)، **الصكوك المالية وأنواعها، – الاستثمار– الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية و التجارية**، مصر: دار التعليم الجامعي، ص 31.

[8] محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد (2005)، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، مصر: الدار الجامعية، ص 316.

[9] Ahmed M. alkhan (2016), **A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry : the kingdom of bahrain as a case study**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Islamic Finance, United Kingdom : Centre for Islamic Finance University of Bolton, p 21.

[10] Ahmed M. alkhan,(2016), p 20.

[11] **Report on special purpose vehicle entities** (2009), pp 11-18. Online: https://www.bis.org/publ/joint23.pdf (Visited 05/03/2020). : **كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA**

المؤلف 1، المؤلف 2 و المؤلف 3 (2020)، **عنوان المقال**، مجلة الباحث، المجلد 20(العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 01-16.

[12] Tristano Salnati and all (2017), Special purpose Entities in megaprojects: empty boxes or real companies, project management journal 48(2), USA: project management institute, p p 55-73. Online: https://www.researchgate.net/publication/327965567_Special_Purpose_Entities_in_Megaprojects_Empty_Boxes_or_Real_Companies (Visited 05/03/2020).

[13] سناء نزار،(2015 – 2016)، ص 206.

[14] **Cagamas annual reports** (2018), p 34. Online: https://www.cagamas.com.my/sites/default/files/Annual%20Report/Cagamas%20Holding%20Berhad%20Annual%20Report%202018%20-%20Corporate%20Section.pdf (Visited 05/03/2020).

[15] Chung Chee Leong (2014), Development of Securitisation in Malaysia - Cagamas Experience, In the Indonesia International Conference on Islamic Finance, p 23. Online: https://www.imf.org/external/NP/sta/tfhpsa/2005/09/SPEsdc.pdf(Visited 25/07/2020).

[16] Chung Chee Leong, (2014), p 23.

[17] **Cagamas annual reports** (2018), p 34. Online: https://www.cagamas.com.my/sites/default/files/Annual%20Report/Cagamas%20Holding%20Berhad%20Annual%20Report%202018%20-%20Corporate%20Section.pdf (Visited 05/03/2020).

[18] لمياء عماني ومحمد زكريا بن معزو (2017)، **قياس تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب – دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة (1988 – 2014)**، مجلة الباحث 17(17)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 134. على الخط: https://www.asjp.cerist.dz/en/article/34420 (تاريخ الزيارة 2020/03/15).

[19] Cagamas, annual report (2018), Online: https://www.cagamas.com.my/sites/default/files/Annual%20Report/Cagamas%20Holding%20Berhad%20Annual%20Report%202018%20-%20Corporate%20Section.pdf (Visited 25/07/2020).

[20] **Securities commission Malaysia**, Annual Reports for years 2007-2018, Online: https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=e5b2e41c-8640-44cc-8d76-d72efcc2d064(Visited 25/07/2020).

[21] **Bank Nagara Malaysia**, monthly bulletin for years 2007-2018, Online: https://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_publication&pg=en_msb&lang=en&mnth=6&yr=2018. (Visited 25/07/2020).

[22] عبد العزيز نعوم (2017)، **محددات النمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل للفترة ما بين (1970– 2013)**، مجلة الباحث 17(17)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص ص 228- 229. على الخط: https://www.asjp.cerist.dz/en/article/34428 (تاريخ الزيارة 2020/03/15).

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

رقية بوفنش ومنيرة باباس (2020)، **أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي الماليزي: دراسة قياسية تحليلية لأثر إصدارات شركة Cagamas MBS على أداء المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004– 2018**، مجلة الباحث، المجلد 20(العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 349-363.