

دور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الاردن خلال الفترة (١٩٨٨-٢٠١٨)

أ.م.د/ ممدوح عبد المولى محمد*

فيصل صالح عبد الحميد الصعوب**

(*) أ.م.د/ممدوح عبد المولى محمد : استاذ الاقتصاد المساعد - كلية التجارة - جامعة المنوفية وله اهتمامات بحثية في السياسة النقدية ،
النمذجة القياسية ، اسواق المال ، السياسة المالية ، التنبأ

Email: mamdmohamed@yahoo.com

(*) فيصل صالح عبد الحميد الصعوب: باحث دكتوراه - كلية التجارة - جامعة المنوفية

Email: alsoub_faisal@yahoo.com

ملخص

هدفت الدراسة إلى تقييم دور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن، ولتحقيق هدف الدراسة تناولت الدراسة ثلاثة نقاط أساسية: النقطة الأولى هي الاطار النظري للدراسة من خلال تناول مفهوم استثمارات الضمان الاجتماعي ومبادئه، ثم تطور استثمارات الضمان الاجتماعي في الأردن، ثالثاً نتائج النموذج القياسى للدراسة والتي استخدمت بيانات للفترة (١٩٨٨-٢٠١٨) واعتمدت على نموذج الإنحدار الذاتى المبسط لتقدير العلاقة فى الأجل القصير والأجل الطويل، وذلك من خلال ربط بعض المتغيرات المفسرة مثل حجم الاستثمار الكلي للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، وصافي الإيرادات التأمينية، والنمط الاستثماري، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم العائد على الاستثمار كمقياس لموارد الضمان الاجتماعي.

وخلصت الدراسة إلى ان هناك تأثير إيجابي معنوى لكل من حجم الاستثمار الكلي، صافي الإيرادات التأمينية، حجم الاستثمار بالسندات، عجزالموازنة، على حجم العائد على الاستثمار فى الأجل الطويل. وأن هناك تأثير إيجابي لكل من حجم الاستثمار الكلي، صافي الإيرادات التأمينية، حجم الاستثمار بالسندات، حجم الاستثمارات فى العقارات على حجم العائد على الاستثمار فى الأجل القصير .

الكلمات المفتاحية: السياسة الاستثمارية، الضمان الاجتماعي، صافي الإيرادات التأمينية.

Abstract:

The study aimed to assess the role of the investment policy of the Public Institution for Social Security in supporting social security resources in Jordan. This was done by addressing three main points, where the first one reviewed the theoretical framework of the research by clarifying the concept of social security investments and its principles, in addition to a statement of the patterns of social security investments and the restrictions imposed on them. While the third point reviewed the analytical model which utilized an Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model and with using data for the period (1988-2018), by linking some explanatory variables such as the total investment volume of the Public Institution for Social Security, and net insurance revenues, investment style, and some macroeconomic variables on the size of the return on investment as a measure of social security resources. The study concluded that there is a

significant positive impact of the total investment volume of the General Insurance Corporation, net insurance revenues, the volume of investment in bonds, and the budget deficit, on the volume of return on investment in the long term. In addition, that there is a positive impact on the volume of total investment of the General Insurance Corporation, net insurance revenues, the volume of investment in bonds, and the volume of investments in real estate on the volume of return on investment in the short term.

Keywords: investment policy, social security, net insurance revenue.

مقدمة:

الضمان الاجتماعي هو ابتكار اجتماعي يعبر عن حاجة حقيقية في مجتمعاتنا الحديثة وهو يمثل من الناحية الإنسانية الإجابة التي يقدمها المجتمع للفرد - العامل المسن أو المتعطل عن العمل أو العاجز عن العمل بأنه ليس وحيداً ، وهذه الإجابة أصبحت ذات أهمية خاصة مع زيادة متوسط العمر المتوقع وانخفاض الخصوبة وبالتالي من المتوقع أن تتعرض البلدان مستقبلاً لمزيد من الضغط في الإنفاق على المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية والرعاية طويلة الأجل. (Carolin, 2018)

ويعتبر استثمار أموال الضمان الاجتماعي ركيزة من ركائز نظام الضمان الاجتماعي، خاصة مع اتباع أسلوب التمويل الكامل "fully funded" الذي يعتمد عليه نظام الضمان الاجتماعي في الأردن، كما تعد هذه الاحتياطات ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي حيث تمثل إحدى صور الادخار الإجباري الذي يلعب دوراً كبيراً في زيادة القدرة على الاستثمار، كما يساعد استثمار احتياطي أموال الضمان الاجتماعي في تدعيم هذه النظم، من حيث تخفيف عبء الاشتراكات على المؤمن عليهم وأصحاب الاعمال ، وتخفيف الآثار التضخمية بالنسبة لهذه الأموال، وبالتالي الحفاظ على القوة الشرائية للمعاشات في مواجهة ارتفاع الاسعار .

وتهدف السياسة الاستثمارية في المؤسسة الى تحسين عوائد الاستثمار، من خلال تنويع مجالات الاستثمار، حيث تشمل هذه الاستثمارات المساهمة في الشركات العاملة في القطاعات المختلفة ، والاستثمار في المجال العقاري، عن طريق الاستثمار المباشر في الفنادق ، والمنشآت السياحية ، والمباني والأراضي الاستثمارية ، بالإضافة الى تقديم القروض على أسس تجارية ، كما يتم استثمار جزء من الفوائض المالية على شكل ودائع في البنوك المحلية، وتضع هذه السياسات

سقف لهذه الاستثمارات كنسبة من مجمل حجم الاستثمار، بصورة تضمن توازن الاصول والالتزامات.

مشكلة البحث: تتلخص مشكلة البحث في تقييم دور السياسة الاستثمارية للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن، من خلال ربط حجم الاستثمار الكلي وصافي الإيرادات التأمينية في دعم موارد الضمان الاجتماعي متمثلة في حجم العائد الاستثماري .

منهجية البحث: لقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في تحقيق أهداف البحث، وذلك بعرض المفاهيم والأطر النظرية المرتبطة بالموضوع، وتقييم واقع السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في الاقتصاد الأردني. أيضاً تم استخدام المنهج الاستنباطي الذي يعتمد على الأسلوب القياسي أو الكمي لقياس دور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن باستخدام نموذج التوزيعات المبطأه (Autoregressive Distributed lag, ARDL) الذي يتميز بقدرته على تحليل العلاقة في كلا من الأجل القصير والأجل الطويل، ولايتطلب تماثل درجة التكامل للمتغيرات محل الدراسة.

أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من الدور المتنامي الذي تحتله المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في الاقتصاد الأردني، حيث تشكل نسبة استثماراتها نحو (٣٦%) إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٢٠م، كما تسهم في تمويل مشروعات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، الأمر الذي يعكس المسؤولية الاقتصادية والاجتماعية التي تتحملها المؤسسة.

هيكل البحث: وصولاً لأهداف البحث سابقة التحديد سيتم تناول الموضوع وفقاً للمحاور التالية، إضافة إلى المقدمة والخاتمة :

المحور الأول: الدراسات السابقة.

المحور الثاني: الاطار النظرى للبحث.

المحور الثالث: تطور سياسات الاستثمار للضمان الإجتماعى في الأردن.

المحور الرابع: الاطار التطبيقي للبحث

الخاتمة: النتائج والتوصيات.

المحور الأول: الدراسات السابقة

زخر الأدب الاقتصادي بالعديد من الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت قضية استثمارات الضمان الاجتماعي ودوره في تحقيق الدعم لموارد الضمان الاجتماعي، وسوف نستعرض جانباً من تلك الدراسات وفقاً للترتيب الزمني لظهورها من الأحدث إلى الأقدم على النحو التالي:

١. دراسة (Kazeem Abimbola, 2021) بعنوان:

“Pension Funds as Fuel for overall Investment Level and Economic Growth: An Empirical Insight from South African economy”

هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير احتياطات صناديق التقاعد المتراكمة على مستوى الاستثمار والنمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا، باستخدام نموذج Bayesian Linear Regression، وقد تم استخدام السلاسل الزمنية حول الناتج المحلي الإجمالي، ومجموع احتياطات صناديق التقاعد المتراكمة من عام ١٩٩٠ - ٢٠١٩، وتشير النتائج إلى أن إجمالي احتياطات صناديق التقاعد في جنوب أفريقيا ليس لها تأثير كبير على مستوى النمو الاقتصادي والاستثمار العام. وأشارت الدراسة أن يبتكر واضعو السياسات ومنظمي صناديق التقاعد وسائل علمية يمكن من خلالها استثمار احتياطات صناديق التقاعد لفائدة الاقتصاد بشكل كبير، وفي نفس الوقت ضمان سلامة الأموال المستثمرة حتى لا تعرض مصالح اصحاب المعاشات للخطر.

٢. دراسة (Iwegbu Onyebuchi, 2020) بعنوان:

“Pension Funds ,Financial Development and Output Growth in Nigeria”

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثيرات صندوق التقاعد على النمو الاقتصادي في نيجيريا من خلال النظام المالي للصندوق، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL)، وقد اشارت نتائج الدراسة بأن صندوق التقاعد له مساهمة فعالة في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال الاستثمار في المحافظ الاستثمارية التي تدر عوائد قصيرة الاجل، كما اكدت الدراسة على أن هذه المساهمة يجب أن يرافقها ثقة بالنظام المالي.

٣. دراسة (Hans , Bernardo , and Arturo Cifuentes, 2019) بعنوان :

" Pension Funds in Mexico and Chile: A Risk–Reward Comparison"

هدفت الدراسة إلى مقارنة بين صناديق التقاعد في كل من شيلي والمكسيك من خلال تحليل العائد الفعلي مع ربطه بالمخاطر في كلا البلدين، وقد تم تحليل جميع البيانات للعائد الفعلي

للفترة ما بين ٢٠٠٨ - ٢٠١٨، وباستخدام عدد مناسب من الاساليب الرياضية الملائمة ذات الصلة، وقد توصلت الدراسة إلى أن صناديق التقاعد في المكسيك قد حققت عوائد منتظمة بشكل يتماشى مع ملفات المخاطر المقصودة، في حين ان صناديق التقاعد في شيلي قد اظهرت عوائدها الفعلية انماطا غير منتظمة للمخاطر.

٤. دراسة (Raisa, 2012) بعنوان:

"Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets: The EU Countries case"

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم حول آثار الاصول المالية لصناديق التقاعد على سوق رأس المال في عدد من البلدان الاوربية من الفترة ١٩٩٤م إلى ٢٠١١م، وتستخدم هذه الدراسة طريقة المربعات الصغرى المقدره ، واستخدمت الدراسة مؤشرات عدة مثل حجم الاصول للصندوق ومعدلات التضخم ووالنواتج المحلي الاجمالي . وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لأصول صناديق التقاعد على سوق الاوراق المالية خلال الفترة التي تم اختبارها على عينة الدراسة، كما اكدت الدراسة على وجود علاقة سلبية بين معدل التضخم وحجم الأصول لصناديق التقاعد .

٥. دراسة (البدارين ، ٢٠١٠) بعنوان: " تقييم اداء محفظة الأسهم للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي

هدفت هذه الدراسة الى تقييم اداء محفظة الأسهم للمؤسسه العامه للضمان الاجتماعي خلال الفترة (٢٠٠٤ - ٢٠٠٨) حيث توصلت هذه الدراسة الى أن محفظة الأسهم تشكل النسبة الاكبر من إجمالي المحفظة وأنها تتركز في قطاع البنوك، مما يدل على عدم كفاءة تنويع المحفظة الاستثمارية، كما أظهرت الدراسة أن نسبة الاسهم الى اجمالي الاستثمارات للمؤسسة مرتفعة. كما بينت ان أداء المحفظة ليس كفو بالشكل المطلوب.

٦. دراسة (2008, Palpo Antolin) بعنوان: " Pension Funds Performance "

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم صناديق التقاعد في عدة بلدان منها الارجننتين وبريطانيا وهولندا وبولندا وهنغاريا والمكسيك ، باستخدام مقاييس العائد المعدلة بالخطر وباستخدام نموذج (Markovitz) لبناء المحافظ الاستثمارية . وقد تمت الدراسة من خلال مقارنة البيانات التاريخية لهذه الصناديق مقارنة مع محافظ استثمارية نموذجية. واستخدمت هذه الدراسة محفظ نموذجية تتكون من تركيبة أصول مالية تعطي أعلى عائد في ظل مستوى المخاطر المطلوب، وقد بينت نتيجة هذه الدراسة أن أداء المحافظ لصناديق التقاعد في البلدان المختاره كانت أقل من أداء المحافظ النموذجية.

٧. دراسة (غنيمة، ٢٠٠٨) بعنوان: "أثر استثمارات الضمان الاجتماعي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠٠٤)" هدفت الدراسة إلى بيان أثر استثمارات الضمان الاجتماعي في الاقتصاد الأردني وكذلك مدى مساهمة هذا الاستثمار في النمو الاقتصادي في الأردن، ولتحقيق أهدافها فقد استخدمت طريق المربعات الصغرى العادية لقياس وتقدير العلاقات السابقة باستخدام بيانات سنوية للفترة (١٩٨٠-٢٠٠٤)، وخلصت الدراسة إلى أن هناك أثر ايجابي ومعنوي لكل من حجم الفائض، ومتوسط الأجر الشهري على استثمارات الضمان الاجتماعي، كما وأوصت الدراسة بعدم المغالاة في اتباع الاستراتيجيات الاستثمارية من حيث إدارة المخاطر، والعمل على تنويع الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة نلاحظ وجود علاقة إيجابية بين استثمار احتياطيات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي والعائد الاستثماري، كما يلاحظ أن بعض الدراسات خلصت إلى وجود أثر لاستثمارات الضمان على الاستثمارات الكلية والنمو الاقتصادي برغم اختلاف الحدود المكانية والزمانية وأدوات التحليل القياسي، كما بينت بعض الدراسات عدم كفاءة تنويع المحفظة الاستثمارية. وتعد الدراسة الحالية استكمالاً للدراسات السابقة التي تناولت دور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، لكنها الأحدث من حيث إنها منفردة ومتخصصة في تقييم استثمارات المؤسسة في دعم موارد الضمان إضافة إلى بيان نمط استثمارات الضمان وعلاقته بالعائد الاستثماري ونسبة العائد، مع توضيح طبيعة العلاقة بين صافي الإيرادات التأمينية مع العائد الاستثماري ونسبة العائد.

المحور الثاني : الاطار النظري

بعد استعراض الدراسات السابقة وتحديد نقطة انطلاق البحث نبدأ في تناول الاطار النظري للدراسة والذي يعتمد على المحاور التالية:

١- ماهية السياسات الاستثمارية للضمان الاجتماعي.

يمكن تعريف الاستثمار من وجهة نظر الضمان الاجتماعي بأنه تخصيص وتشغيل قدر من الموارد المتاحة للمنشأة، بغرض تحقيق فوائد مستقبلاً مع تقليل المخاطر الاستثمارية إلى أدنى حد ممكن، وذلك للوفاء بمختلف التزاماتها تجاه المؤمن عليهم من ناحية وتجاه نفسها من ناحية أخرى وانعكاس ذلك على الاقتصاد القومي. (ابراهيم مرجان، ١٩٩٢)

ومن التعريف السابق نجد أن نظم الضمان الاجتماعي يجب أن ترتبط بسياسة الاستثمار في الدولة ارتباطاً وثيقاً، وذلك للسببين التاليين:

- أ- أن مؤسسات الضمان الاجتماعي تعتبر من أدوات الائتمان القومية التي تعتمد عليها الدول في سبيل توفير المدخرات اللازمة للوفاء بمتطلبات التنمية الاقتصادية.
- ب- أن توظيف الأموال والاحتياطات الخاصة بنظم الضمان الاجتماعي له أهمية في الحفاظ على تلك الأموال وتميئتها بما يدعم فاعلية تلك النظم، ويؤكد قيامها بمهامها في تأمين المواطنين مع وفائها بالالتزامات المترتبة عليها في الأجل الطويل.

٢. مبادئ وأسس استثمار أموال واحتياطات الضمان الاجتماعي

ويقصد بها تلك الحقائق الأساسية أو القواعد أو الإجراءات أو الطرق السليمة التي تشرح ظاهرة أو مجموعة ظواهر معينة وعلاقتها ببعض، ولا يشترط أن تكون هذه المبادئ مطلقة، وإنما يكفي أن تكون مرشدة في التنفيذ حتى تستطيع أنظمة الضمان الاجتماعي الحد من مخاطر الاستثمار، وتخفيضها إلى أدنى حد ممكن. (نادية احمد حسن، ٢٠٠٤)

لذلك لا بد من وضع مجموعة من المبادئ المتعلقة بإدارة شؤون الاستثمار لاحتياطات الضمان الاجتماعي، والتي يمكن الاسترشاد بها عند ممارسة النشاط الاستثماري لأموال الضمان الاجتماعي.

أ - مبدأ الضمان والمحافظة على قيمة الأموال المستثمرة

يعد هذا المبدأ من أهم الشروط الواجب توافرها في استثمار أموال الضمان الاجتماعي، فعند استثمار أموال الضمان الاجتماعي يجب مراعاة هذا المبدأ؛ حيث إن هذه الأموال التي تستثمرها إدارة الضمان الاجتماعي لا تملك منها ملكية حقيقية شيئاً، بل تقوم هذه الإدارة بوظيفة الأمين على أموال الغير.

ولذلك يجب انتقاء قنوات الاستثمار التي تستهدف الحفاظ على رأس المال المستثمر بحيث لا يكون معرضاً للضياع كلياً أو جزئياً، فضلاً عن ضمان استقراره بما لا يعرضه للتقلبات الاقتصادية والسياسية مع التركيز ما أمكن على مبدأ الاحتفاظ بالقيمة الفعلية لهذه الأموال، ولا تتأثر قوتها الشرائية عند تحويلها إلى أموال سائلة.

ب - مبدأ تحقيق عائد استثمار مناسب ومنتظم

ويقصد بعائد الاستثمار هنا هو ربحية رأس المال المستثمر، ويمكن قياس الربحية أو عائد الاستثمار بقسمة الربح السنوي على رأس المال المستثمر، وبهذه الطريقة يمكن مقارنة عائد الاستثمار في الأنواع المختلفة للاستثمار، ويجب أن يراعى في تحديد الاشتراكات عائد استثمار معين، ولا يجب أن يقل العائد المحقق بأي حال من الأحوال عن العائد المفترض الذي يقرره الخبير الاكتواري عند فحص المركز المالي لنظام الضمان الاجتماعي، وإلا أدى ذلك تدريجياً إلى انخفاض قيمة الاحتياطي عما يجب أن يكون عليه لمقابلة الالتزامات.

ج - مبدأ السيولة

بالنسبة للضمان الاجتماعي فهي تعني قدرة نظام الضمان الاجتماعي على سداد التزاماته النقدية عند استحقاقها تماماً، فعند تحقق الخطر المؤمن ضده أو عند حلول أجل الدفع تتحول إدارة الضمان من وظيفة الأمين على الأموال إلى وظيفة موزع لهذه الأموال حيث تقوم بتوزيعها على المستحقين، ولذلك فإنه عند رسم سياسة الاستثمار الخاصة بأموال الضمان الاجتماعي، يجب أن يؤخذ في الاعتبار موضوع السيولة أي توفير المال السائل الذي يكفي لسداد الحقوق التي يلتزم نظام الضمان الاجتماعي بأدائها إلى أصحاب المعاشات والمستحقين عنهم.

د - مبدأ التنوع في الاستثمار

يقصد بمبدأ التنوع في الاستثمارات توزيع الأموال المتاحة للاستثمارات على مجالات استثمارية مختلفة ومتباينة من الناحية الجغرافية والاقتصادية بما يساعد على تحقيق الدخل المنشود، ويقلل من المخاطر الاستثمارية، ويكون التنوع تبعاً لنوع النشاط الاقتصادي أو حسب التقييم الجغرافي، فضلاً عن نوع الاستثمار من الناحية المالية كالمباني والسندات والأسهم، وأخيراً حسب تاريخ الاستحقاق، ويكفل التنوع تقليل معدل المخاطرة حيث إن احتمالات ضياع الأموال أو انخفاض معدل عائد الاستثمار ستكون ضئيلة وقاصرة على جزء من احتياطات الضمان الاجتماعي. (Oladipo Oyenola, 2003)

المحور الثالث: تطور سياسات الاستثمار للضمان الاجتماعي في الأردن

وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

١. سياسة الاستثمار وانماطه لدى الضمان الاجتماعي في الأردن.

تقوم الفلسفة الاستثمارية لصندوق الاستثمار على أساس إدارة موجودات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية والتوجهات الاستراتيجية والسياسة الاستثمارية العامة

للصندوق، التي يقرها مجلس إدارة المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، ويشرف على تنفيذها مجلس استثمار أموال الضمان الاجتماعي، ويهدف الصندوق إلى تحقيق عوائد مجدية على الاستثمار ضمن مستويات مخاطر مقبولة، والحفاظ على القيمة الحقيقية لموجودات المؤسسة العامة للضمان وتمييزها، وتوفير السيولة لتمويل الفرص الاستثمارية الواعدة وأي التزامات قد تطرأ مستقبلاً، بالإضافة إلى أن الصندوق يقوم بالحد من المخاطر الاستثمارية المرتبطة من خلال تنويع أدوات الاستثمار وفقاً للتوزيع الاستراتيجي للأصول، كما يأخذ الصندوق بعين الاعتبار المنظور الوطني في تطبيق سياسته من خلال الاستثمار في مشاريع وطنية كبرى ذات عائد مجدي تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي، وتساعد في إيجاد فرص عمل خاصة في القطاعات التي تعزز القيمة المضافة للاقتصاد الوطني (صندوق استثمار أموال الضمان، ٢٠١٨)

هذا وتعمل المؤسسة، ومن خلال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي على تنويع استثماراتها حيث تشمل هذه الاستثمارات: (حمزة غنيمات، ٢٠٠٨)

- المساهمة في الشركات العاملة في القطاعات المختلفة، كالقطاع الصناعي والزراعي وقطاع البنوك والخدمات وغيرها.
- الاستثمار في القطاع العقاري عن طريق الاستثمار المباشر، في الفنادق والمنشآت السياحية والمباني والأراضي الاستثمارية والمباني الإدارية.
- تقديم القروض على أسس تجارية بحيث يشمل المشاريع التي تقوم المؤسسة بتمويلها كمشاريع البنية التحتية وتمويل الشركات والخزينة العامة ومجالات التعليم والصحة العامة ومشاريع الإسكان بالإضافة إلى إسناد القروض وسندات التنمية الحكومية والمؤسسات العامة.
- استثمار الفوائض المالية على شكل ودائع للبنوك التجارية والاستثمارية وبنوك الإقراض المتخصصة بالإضافة إلى أدوات الخزينة والحسابات الاستثمارية الأخرى وتتكون محافظ الاستثمار في صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي وفقاً للسياسة العامة للاستثمار المعمول بها من خمس محافظ رئيسية وهي: (صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، ٢٠١٨)

أ- **محفظة أدوات السوق النقدي:** وهي المحفظة المستثمرة في مختلف أدوات السوق النقدي، والتي لا يزيد استحقاقها عن سنة واحدة، وتشمل الودائع لدى البنوك المحلية بكل أنواعها واستحقاقها بما لا يزيد

عن سنة واحدة، وتشمل أيضًا شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك لفترات زمنية لا تزيد عن سنة واحدة أيضًا وتشكل المحفظة مانسبته ١٤.١% من إجمالي محافظ صندوق الاستثمار.

ب- **محفظة السندات:** وهي المحفظة المستثمرة في سندات الدين والتي يتجاوز تاريخ استحقاقها ابتداءً من تاريخ صدورها أو تاريخ شرائها السنة الواحدة، وتفعيل السندات الصادرة عن المؤسسات الحكومية أو شبه الحكومية، وكذلك عن الشركات المساهمة العامة أو الخاصة، وتشكل المحفظة مانسبته ٥٣% من إجمالي المحافظ الاستثمارية للصندوق.

ج- **محفظة القروض:** وهي المحفظة المستثمرة في القروض المتوسطة والطويلة الأجل، وعلى النحو التالي:

- إقراض مباشر للشركات المملوكة بالكامل للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي.
- إقراض مباشر للحكومة الأردنية ومؤسساتها.
- المشاركة في التجمعات البنكية للقروض الممنوحة للشركات.

ويكون نشاط الإقراض مبنياً على أسس علمية في التوصل إلى قرار المنح، وبحيث يتم التنوع بين القطاعات المستهدفة وتخفيض القطاعات غير المرغوب بها بهدف إيجاد محفظة قروض متوازنة تتميز بالتنوع وتحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعائد على القروض، وتشكل هذه المحفظة ما نسبته ٢,٦% من إجمالي محافظ صندوق الاستثمار.

د- **محفظة الأسهم:** وهي المحفظة المستثمرة في أسهم الشركات، وعلى النحو التالي:

- أسهم الشركات المساهمة العامة القائمة في السوق المحلي: ويحكم الاستثمار في الشركات المساهمة العامة القائمة عدة شروط أن تتمتع أسهمها بالسيولة المعقولة، وأن يؤكد ذلك سجل تداولها من حيث استمراره وحجمه في سوق التداول، وبما يتفق مع حجم الاستثمار المنشود.
- أسهم الشركات المساهمات الخاصة (الجديدة والقائمة): ويحكم الاستثمار في الشركات المساهمة الخاصة بعدة شروط، حيث يجب أن يرتبط الاستثمار بوجود نشرات إصدار ودراسة جدوى صادر عن جهة ذات خبرة مالية ذات مصداقية عالية، وأن تظهر دراسات الجدوى ربحية مقنعة خلال المستقبل المنظور لا تقل نسبتها عن ١٠% زياده عن سعر الفائده الحقيقي المتوقع سنويًا، إضافة إلى توجيه ثقل خاص للاستثمار في مشاريع البنية التحتية، خاصة تلك التي تضمن الحكومة شراء منتجاتها ضمن هامش ربح مقبول لغايات

الاستثمار خلال مدة المشروع أو مدة التعاقد، وذلك حسب القواعد المقبولة لذلك، وتشكل هذه المحفظة ما نسبته ٢١,١% من إجمالي محافظ صندوق الاستثمار.

هـ - **محفظة الاستثمارات العقارية:** وهي المحفظة المستثمرة في العقارات بأشكالها كافة من أراض خام أو مشاريع عقارية (مسكن، مجمعات تجارية) أو تطوير عقاري، كما تتضمن هذه المحفظة الاستثمار في المنشآت السياحية بأشكالها كافة من فنادق واستراحات وشقق فندقية ومنشآت ترفيهية، وتشكل هذه المحفظة ما نسبته ٩.٢% من إجمالي محافظ صندوق الاستثمار.

٢. القيود المفروضة على استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي:

إن الحديث عن القيود المفروضة على استثمارات الضمان الاجتماعي، يجب أن يسبق الإشارة إلى توفر المرونة في تعديل القانون، بحيث يصبح مواكبًا للتطور الهائل في وقتنا الحاضر، ومثال ذلك التطور الصحي المتقدم، الذي رفع من معدل توقع الحياة، بحيث يجب أن يصاحب ذلك التطور الصحي القدرة على تعديل القانون فيما يخص التقاعد المبكر، مما يعني زيادة الإيرادات المترتبة لدى مؤسسة الضمان، وبالتالي زيادة الاستثمارات والعوائد، كما يمكن الاستعانة بسياسات كالتالي تعمل على إلغاء الحوافز المالية التي تشجع التقاعد المبكر، يواكب ذلك إيجاد حوافز جديدة للترويج للتقاعد المتأخر. (Robert C.Pozen, 2002)

وتنقسم القيود المفروضة على استثمارات الضمان الاجتماعي في نوعين رئيسيين من القيود:

- قيود نوعية: وهي تحدد أنواع الاستثمارات التي يمكن الاستثمار بها.
- قيود كمية: وهي تحدد الحد الأقصى للمبالغ أو النسب المستثمرة في كل نوع من هذه الاستثمارات، وبطبيعة الحال تختلف نسب توزيع الاستثمارات لأموال الضمان الاجتماعي بين مؤسسات الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد المختلفة، فلا يمكن وضع نموذج ثابت لمحفظة استثمارية مثالية، ذلك أن كل بلد وكل نظام ضمان اجتماعي يضع النموذج المناسب لحالته ووضعه الخاص.

ونجد أن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي في الأردن يقوم بتوزيع استثماراته كالتالي:

جدول رقم (١)

توزيع الاستثمارات على المدى القصير والمدى الطويل

البيان	المدى القصير	المدى الطويل
التوظيفات النقدية	20% - 50%	10% - 20%
سندات الدين	7% - 40%	20% - 45%
حكومية	6% - 20%	10% - 25%
شركات	1% - 10%	5% - 10%
دولية	0 - 10%	5% - 10%
الشركات المساهمة والملكية الخاصة	25% - 52%	35% - 60%
عامة	17% - 30%	25% - 40%
خاصة	8% - 20%	10% - 20%
دولية	0% - 2%	0% - 5%
الإقراض	7% - 15%	10% - 20%
الاستثمار العقاري	3% - 15%	10% - 20%

المصدر: استراتيجية وسياسات الاستثمار - صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، ٢٠١٥

٣- حجم استثمارات الضمان الاجتماعي والعائد الاستثماري في الأردن.

تعتبر المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي صاحب أكبر محفظة استثمارية في الاقتصاد الأردني، حيث بلغ حجم استثمارات المؤسسة في نهاية العام ٢٠١٨م ما مقداره (١٣٦٧٧.٧) مليون دولار، وبما نسبته (٣٣%) من الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري، مما يدل على الدور الاجتماعي والاقتصادي الكبير الذي تقوم به المؤسسة، بينما بلغ إجمالي النفقات التأمينية إلى نهاية عام ٢٠١٨م ما مجموعه (١٦٠٠.١٩٤) مليون دولار، إذ تشكل هذه المبالغ ما نسبته (٣.٨%) من الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري، ويوضح الجدول التالي استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بالنسبة لمؤشرات الاقتصاد الكلي الأردني. (تقرير الاستدامة الثاني للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، ٢٠١٨)

ولغاية الوقوف على حجم استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي من الفترة ١٩٨٨م وحتى عام ٢٠١٨م، فإن الجدول التالي يوضح تطور وحجم استثمارات المؤسسة وعوائد الاستثمار ونسبة العائد إلى الاستثمار.

جدول رقم (٢)

تطور حجم استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي وعوائد الاستثمار خلال الفترة

(١٩٨٨-٢٠١٨) بالمليون دولار

عوائد الاستثمار **	إجمالي حجم الاستثمارات *	السنة
٢٠.٠٢٢	٣٥٦.١٦٦	١٩٨٨
٢٨.٢٠٠	٤٢٥.٢٥٦	١٩٨٩
٣٥.٩٥٥	٥١٦.٠٦٠	١٩٩٠
٤١.٧٣٦	٦١١.٧٩٩	١٩٩١
٤٥.٥٤٣	٦٩٠.٧٥٩	١٩٩٢
٥٤.٧٠٨	٨٠٠.٧٣٩	١٩٩٣
٦١.١٩٤	٩٢٢.٥٦٣	١٩٩٤
٧٥.٥٧٦	١.٠٤٩.٧٥	١٩٩٥
٨٩.٩٥٨	١٢١٥.١٤	١٩٩٦
١٠٨.٩٩٣	١٣٩٣.٣٦	١٩٩٧
١١٣.٢٢٣	١٥٩٩.٢٢	١٩٩٨
١٢٦.٩٠٠	١٨١٨.٧٦	١٩٩٩
١١٩.٧٠٩	٢.٠٤٥.٩١	2000
١٠٢.٣٦٦	٢٢٣٧.٦٧	2001
٩٧.١٤٩	٢٣٦٠.٣٤	2002
٧٦.٩٨٦	٢٧١٦.٥١	2003
١١٧.٤٥٣	٣٥٥٨.٤٢	2004
٣١٨.٦٦٠	٥٧٢٥.٨٧	2005

عوائد الاستثمار **	إجمالي حجم الاستثمارات *	السنة
٢١٦.٨٥٨	٥١٧٨.٣٧	2006
٣٨٧.١٨٦	٦٧٨٤.٢٢	2007
١٤٠.٨٥٩	٦٣٣٣.٣	2008
١٧٣.١٤٨	٦٣٢٩.٩١	2009
٣٠٩.٦٣٦	٦٧٨٨.٥٩	2010
٢٤١.١١٠	٧١٨٩.٨٧	2011
٣٤٩.٩٦٢	٧٧٣٣.٨٥	2012
٤٠٤.٦٧٠	٨٤٠٠.٦٤	2013
٤٥٦.٥٥٨	٩٢٢١.١٢	2014
٣٩٠.٨٥٢	١٠٥٧١.٨	2015
٤٤٤.٢٩١	١١١٩٩.١	2016
٥٠٧.١٧٧	١٢٣٧٥.١	2017
٦١١.٣٧٦	١٣٦٧٧.٧	2018

* المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي - التقارير السنوية - أعداد مختلفة

** صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي - التقارير السنوية - أعداد مختلفة.

ويتبين من خلال الجدول السابق أن إجمالي استثمارات المؤسسة في زيادة مستمرة، وهذا مؤشر جيد يعطي المؤسسة مساحة واسعة في نشاطها الاستثماري، ولكنه في الوقت نفسه يرفع حجم المسؤولية الملقاة على عاتق القائمين على الاستثمار في تحديد الخيار الأجدى من الخيارات المتعددة المطروحة أمامهم.

كما يلاحظ بأن العائد على استثمارات المؤسسة في بداية الدراسة كان ينخفض حتى وصلنا إلى عام ٢٠٠٤، وهو العام الذي بدأ صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي بالعمل على الاستثمار من خلال كادر متخصص ومؤهل لتحقيق هذه الغاية ففي العام ١٩٨٨ بلغ العائد على الاستثمار مبلغ (٢٠٠٢٢) مليون دولار، ومن ثم ارتفع على مدار فترة الدراسة ليصبح في عام ٢٠١٨ ما قيمته (٦١١.٣٧٦) مليون دولار، ويتبين لنا من الجدول السابق أن العائد على استثمارات المؤسسة يتراوح ما بين ٢,١% في حده الأدنى وبين ٧.٨% في حده الأعلى.

تعتبر المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي صاحب أكبر محفظة استثمارية في الاقتصاد الأردني، حيث بلغ حجم استثمارات المؤسسة في نهاية العام ٢٠١٨م ما مقداره (١٣٦٧٧.٧) مليون دولار، وبما نسبته (٣٣%) من الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري، مما يدل على الدور الاجتماعي والاقتصادي الكبير الذي تقوم به المؤسسة، بينما بلغ إجمالي النفقات التأمينية إلى نهاية عام ٢٠١٨م ما مجموعه (١٦٠٠.١٩٤) مليون دولار، إذ تشكل هذه المبالغ ما نسبته (٣.٨%) من الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري (تقرير الاستدامة الثاني للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، ٢٠١٨)

المحور الرابع : الجانب التطبيقي للدراسة

بعد دراسة واستعراض الإطار النظري للسياسة الاستثمارية للضمان الاجتماعي وعلاقته بدعم موارد الضمان الاجتماعي، وتحديد واقع حجم الاستثمارات وتطورها، يتم في هذا المحور بيان قياس دور السياسة الاستثمارية للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن من خلال التحليل القياسي الكمي، ويعتمد الجانب التطبيقي على المحاور التالية:

١. تحديد وتعريف النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية.

٢. نتائج تحليل اختبارات الفروض.

١. نموذج الدراسة وتعريف متغيرات الدراسة

يتوقف دعم موارد الضمان الاجتماعي مُمَثَلًا في حجم العائد الاستثماري على عدد من المتغيرات المفسرة الأساسية وأهمها حجم الاستثمار الكلي، صافي الإيرادات التأمينية، نمط الاستثمار، بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن خلال الدراسات السابقة، ومن أجل اختبار فرضية الدراسة فإن حجم العائد الاستثماري وهو المتغير التابع يتوقف على عدد من المتغيرات المفسرة تكون لنا متغيرات نموذج الدراسة.

نموذج الدراسة:

تحتوي الدراسة الحالية على مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة، والتي في ضوءها يمكن بناء نموذج الانحدار بين تلك المتغيرات، حيث تتمثل الصورة الرئيسية للنموذج وفقاً للآتي:

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{11} X_{11} + e \dots \dots \dots (3)$$

يتضح من المعادلة حجم العائد على الاستثمار هو دالة في مجموعة من المتغيرات المفسرة، ويمكن توضيح متغيرات المعادلة السابقة على النحو التالي:

Y_1 يمثل المتغير التابع والذي يعبر عن حجم العائد على الاستثمار.

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{11}$ هي معلمات نموذج الانحدار.

X_1 يعبر عن حجم الاستثمار الكلي.

X_2 يعبر عن صافي الإيرادات التأمينية.

X_3 يعبر عن حجم الاستثمار بالأسهم.

X_4 يعبر عن حجم الاستثمار في السوق النقدية.

X_5 يعبر عن حجم الاستثمار بالسندات.

X_6 يعبر عن حجم الاستثمار بالعقارات.

X_7 يعبر عن حجم الاستثمار بالقروض.

X_8 يعبر عن حجم الناتج المحلي الإجمالي.

X_9 يعبر عن معدل التضخم.

X_{10} يعبر عن عجز الموازنة.

X_{11} يعبر عن سعر الفائدة.

فحص الاستقرار للبيانات:

تعد الخطوة الأولى للتعامل مع البيانات التي من نوع السلاسل الزمنية هو التعرف على ما يسمى باستقرارية تلك السلاسل، وهل هي مستقر أم أنها غير مستقرة. حيث إن درجة الاستقرار يتوقف عليها عدة أمور من أهمها تحديد نوع النموذج الذي سنتعامل معه، وما هو النموذج الأنسب، ومن ثم فإن فحص درجة الاستقرار خطوة سابقة على تحديد نوع النموذج، ويتم فحص الاستقرار وفقاً لاختبارات عديدة سوف نكتفي هنا باختبار فقط، هو اختبار *augmented dicky fuller* والذي يشار له اختصاراً بـ *ADF*. وسوف تتم الدراسة من خلال فحص الاستقرار لمتغيرات النموذج لدور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن متمثلة في حجم العائد الاستثماري.

جدول (٣) اختبار استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ADF

		Y1	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11
With Constant	t-Stat	1.14	3.43	-4.6	-0.3	7.3	3.45	-1.24	3.56	-0.45	-3.43	-1.12	-2.1
	Prob.	0.99	1.00	0.00	0.9094	1.0000	1.0000	0.6408	1.0000	0.8863	0.0168	0.6928	0.2271
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.4932	-0.5484	-4.5650	-1.6856	2.5445	2.2951	-0.9500	-0.8501	-1.8063	-3.8217	-3.0992	-3.3083
	Prob.	0.3291	0.9755	0.0055	0.7343	1.0000	1.0000	0.9372	0.9497	0.6764	0.0283	0.1236	0.0836
Without Constant & Trend	t-Statistic	2.4066	5.5121	-3.7204	1.1557	9.9025	2.2488	-0.2624	2.6196	0.2702	-4.0877	0.0330	-0.8045
	Prob.	0.9950	1.0000	0.0006	0.9326	1.0000	0.9927	0.5837	0.9970	0.7577	0.0002	0.6860	0.3596
		d(Y1)	d(X1)	d(X2)	d(X3)	d(X4)	d(X5)	d(X6)	d(X7)	d(X8)	d(X9)	d(X10)	d(X11)
With Constant	t-Statistic	-8.1735	-2.1780	-2.2668	-6.6536	-0.1478	-6.2490	-5.5125	-5.8517	-1.9046	10.3583	-6.8738	-4.0260
	Prob.	0.0000	0.2179	0.1890	0.0000	0.9346	0.0000	0.0001	0.0000	0.3258	0.0000	0.0000	0.0040
Without Constant & Trend	t-Statistic	-8.6242	-7.2187	-1.1598	-6.7119	-4.0931	-7.1291	-5.5557	-5.1491	-1.4794	10.6899	-6.7327	-3.9580
	Prob.	0.0000	0.0000	0.8996	0.0000	0.0156	0.0000	0.0004	0.0014	0.8143	0.0000	0.0000	0.0212
Without Constant & Trend	t-Statistic	-7.4582	-1.1066	-2.4870	-6.1874	0.7078	-1.4754	-5.5084	-5.1045	-0.7633	10.3118	-6.8352	-4.0395
	Prob.	0.0000	0.2374	0.0149	0.0000	0.8626	0.1285	0.0000	0.0000	0.3771	0.0000	0.0000	0.0002

ومن الجدول السابق يتضح أن العديد من المتغيرات المدرجة في النموذج كانت مستقرة في حالة المستوى level عند مستوى معنوية 5% الذي اعتمده الباحثين وبعض المتغيرات الأخرى كان غير مستقر عند حالة المستوى. وعند أخذ الفرق الأول كانت المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول في بعض الحالات ووفقاً لذلك فإن اختلاف درجات الاستقرار بين حالة المستوى وحالة الفرق الأول، وكذلك صغر حجم العينة والتي تبلغ ٣٢ مشاهدة، فالنموذج الأنسب للتعامل مع البيانات هو نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات المبطنة (Autoregressive Distributed Lag) ARDL، وذلك من خلال اجراء الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: تحديد عدد المبطّنات التي يتم إدراجها في النموذج
جدول (٤). اختيار عدد المبطّنات في النموذج الأول

VAR Lag Order Selection Criteria						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1901.933	NA	1.45e+37	119.6208	120.1705	119.8030
1	-1503.423	473.2309*	3.25e+30*	103.7139*	110.8594*	106.0825*

بالنظر إلى الجدول أعلاه يتضح أن عدد المبطّنات التي تتوافق مع البيانات الخاصة بالدراسة هو مبطن واحد فقط حيث اتفقت عدة معايير في الجدول الموضح مثل Hannan-Quinn information criterion, Final prediction error, Akaike information criterion، ومن ثم فإن النموذج سوف يعتمد على إدخال مبطن واحد فقط في تقدير نموذج ARDL.

الخطوة الثانية: دراسة وفحص وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يتم دراسة وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج وبين المتغير التابع، وذلك من خلال اختبار الحدود Bound test

جدول رقم (٥). اختبار وجود تكامل مشترك في النموذج الأول

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	11.11411	10%	1.76	2.77
k	10	5%	1.98	3.04
		2.5%	2.18	3.28
		1%	2.41	3.61

ويتم من خلال اختبار الحدود من فحص وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة ككل المدرجة في النموذج وبين المتغير التابع حجم العائد على الاستثمار، وبالنظر إلى الجدول أعلاه نقوم بفحص قيمة F-statistic والتي كانت 11.11 ومقارنتها بالحدود الخاصة بمستوى المعنوي الذي اختاره الباحث، وهو 5% فنجد أن قيمة الاختبار كانت أكبر من الحد الأعلى، والذي كان 3.04 وهذا يعني أن قيمة الاحتمال أكبر من قيمة الحد الأعلى I(1) وهذا يعني أن هناك

علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج وبين المتغير التابع حجم العائد على الاستثمار في النموذج الأول، حيث إن الحكم على اختبار الحدود يتم وفقاً للمقارنة بين قيمة إحصاء الاختبار وبين الحدود فإن كانت أكبر من الحد الأعلى، فهذا يشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك أما أن كانت القيمة أقل من الحد الأدنى فهذا ينفي وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، ويتبقى حالة واحدة، وهي أن الإحصاء تقع بين الحدود، فهنا نشير إلى أن هناك شكاً، ولانستطيع الجزم بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع.

الخطوة الثالثة: دراسة العلاقات في الأجل الطويل والأجل القصير

نتنقل هنا إلى دراسة ما يسمى بتصحيح الخطأ حيث يتم فحص العلاقات في الأجل الطويل والأجل القصير والتعرف على سرعة تصحيح النموذج، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٦). تقديرات النموذج في الأجل القصير

معلومات الأجل القصير				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.055192	0.848397	-4.779826	0.0004
D(LNX1)	3.020426	0.375288	8.048286	0.0000
D(LNX2)	0.562108	0.294366	1.909554	0.0804
D(X3)	-0.000514	0.000187	-2.742074	0.0179
D(X4)	-0.000654	0.000225	-2.900455	0.0133
D(X5)	0.001915	0.000839	2.281978	0.0415
D(LNX6)	0.279098	0.052137	5.353151	0.0002
D(X9)	0.003549	0.002739	1.296112	0.2193
D(X10)	-0.000150	6.98E-05	-2.154270	0.0522
CoIntEq(-1)*	-0.596957	0.037337	-15.98826	0.0000

بالنظر إلى جدول المتغيرات في الأجل القصير نستنتج التالي:

1. كان المتغير المعبر عن التغير في لوغاريتم حجم الاستثمار الكلي له أثر معنوي على العائد على الاستثمار في العام الحالي، حيث كانت معنوية المتغير 0.0000 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 3.020426 وهذه يعني أن لوغاريتم

حجم الاستثمار الكلي في العام السابق له أثر طردي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في لوغاريتم حجم الاستثمار الكلي بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلي زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 3.020426 في الأجل القصير في اتجاه طردي.

٢. كان المتغير المعبر عن التغير في لوغاريتم صافي الإيرادات التأمينية له أثر معنوي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي، حيث كانت معنوية المتغير 0.0804 وكانت قيمة المعلمة هي 0.562108 وهذه يعني أن التغير في لوغاريتم صافي الإيرادات التأمينية له أثر طردي على العائد على الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في لوغاريتم صافي الإيرادات التأمينية بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.562108 في الأجل القصير في اتجاه طردي.

٣. كان المتغير المعبر التغير في حجم الاستثمار بالأسهم له أثر معنوي على العائد على الاستثمار في العام الحالي، حيث كانت معنوية المتغير 0.0179 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث وكانت قيمة المعلمة هي -0.000514 وهذه يعني أن مقدار التغير في حجم الاستثمار بالأسهم في العام السابق له أثر عكسي على العائد على الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في حجم الاستثمار بالأسهم بمقدار الوحدة، سوف يؤدي إلي نقص العائد على الاستثمار بمقدار 0.000514 في الأجل القصير في اتجاه عكسي.

٤. كان المتغير المعبر عن التغير في حجم الاستثمار بالسوق النقدية له أثر معنوي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي، حيث كانت معنوية المتغير 0.0133 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي -0.000654 وهذه يعني أن مقدار التغير في حجم الاستثمار بالسوق النقدية في العام السابق له أثر عكسي على العائد على نسبة الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في حجم الاستثمار بالسوق النقدية بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلى نقص العائد على الاستثمار بمقدار 0.000654 في الأجل القصير في اتجاه عكسي.

٥. كان المتغير المعبر التغير في حجم الاستثمار بالسندات له أثر معنوي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي حيث كانت معنوية المتغير 0.0415 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 0.001915 وهذه يعني أن التغير في حجم

الاستثمار بالسندات في العام السابق له أثر طردي على العائد على الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في حجم الاستثمار بالسندات بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.001915 في الأجل القصير في اتجاه طردي.

٦. كان المتغير المعبر عن التغير في عجز الموازنة له أثر معنوي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي، حيث كانت معنوية المتغير 0.0522 الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي -0.000150 وهذه يعني أن التغير في عجز الموازنة له أثر عكسي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي، وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في عجز الموازنة بالزيادة بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلى نقص العائد على الاستثمار بمقدار 0.000150 في الأجل القصير في اتجاه عكسي.

٧. أن المتغير المعبر عن التغير في نسبة التغير في الاستثمار في العقارات له أثر معنوي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي حيث كانت معنوية المتغير 0.0002 الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 0.279098 وهذه يعني أن التغير في نسبة التغير في الاستثمار في العقارات له أثر طردي على حجم العائد على الاستثمار في العام الحالي وكل تغير بمقدار الوحدة في التغير في نسبة التغير في الاستثمار في العقارات بمقدار الوحدة سوف يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.279098 في الأجل القصير في اتجاه طردي.

كانت قيمة معلمة التكامل المشترك والتي تعبر عن سرعة تصحيح النموذج تحقق فيها الشرطان اللزمان، وهما أن قيمتها أقل من 1- القيمة السالبة للواحد الصحيح وكذلك أيضا كانت معنوية، حيث كانت درجة معنويتها هي 0.000 وكانت قيمة المعلمة بلغت -0.596957 أي أن النموذج حالة تعرضه لصدمة فسوف يتم تصحيحه تلقائياً بمقدار 0.59 خلال وحدة الزمن، وهي هنا عام واحد أي أن النموذج سوف يتطلب عام وثمانية شهور تقريبا

بالنسبة لمتغيرات الأجل الطويل كانت على النحو التالي:

جدول رقم (٧). تقديرات النموذج في الأجل الطويل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LN1	0.585687	0.136210	4.299868	0.0010
LN2	1.276865	0.199731	6.392911	0.0000
X3	8.18E-05	0.000172	0.475592	0.6429
X4	-0.000193	4.48E-05	-4.314896	0.0010
X5	0.009405	0.001950	4.822292	0.0004
LN6	-0.223791	0.199348	-1.122613	0.2836
X7	-0.000585	0.000282	-2.075709	0.0601
X9	0.013023	0.007084	1.838302	0.0909
X10	0.000164	6.86E-05	2.384202	0.0345
DX11	-3.608160	3.350777	-1.076813	0.3027
C	-6.793109	0.962150	-7.060347	0.0000

كان المتغير المعبر عن لوغاريتم حجم الاستثمار الكلي له أثر معنوي على لوغاريتم العائد الكلي الاستثماري كانت معنوية المتغير 0.0010 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 0.585687 وهذه يعني أن نسبة حجم الاستثمار الكلي لها أثر طردي على نسبة حجم العائد الكلي الاستثماري، وكل تغير بمقدار الوحدة نسبة حجم الاستثمار الكلي بالزيادة سوف يؤدي إلى حجم العائد الكلي الاستثماري بمقدار 0.585687 في الأجل الطويل في اتجاه طردي.

١. كان المتغير المعبر عن لوغاريتم صافي الإيرادات التأمينات له أثر معنوي على لوغاريتم العائد الكلي الاستثماري كانت معنوية المتغير 0.0000 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 1.276865 وهذه يعني أن نسبة صافي الإيرادات التأمينية لها أثر طردي على نسبة العائد الكلي الاستثماري، وكل تغير بمقدار الوحدة نسبة صافي الإيرادات التأمينية بالزيادة سوف يؤدي إلى حجم العائد الكلي الاستثماري بمقدار 1.276865 في الأجل الطويل في اتجاه طردي.

٢. كان المتغير المعبر عن حجم الاستثمار بالسوق النقدي له أثر معنوي على لوغاريتم العائد الكلي الاستثماري كانت معنوية المتغير 0.0010 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره

الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي -0.000193 وهذه يعني أن حجم الاستثمار بالسوق النقدي له أثر عكسي على حجم العائد الكلي الاستثماري، وكل تغير بمقدار حجم الاستثمار بالسوق النقدي بالزيادة سوف يؤدي إلى نقص العائد الكلي الاستثماري بمقدار 0.000193 في الأجل الطويل في اتجاه عكسي.

٣. كان المتغير المعبر عن حجم الاستثمار بالسوق بالسندات له أثر معنوي عل لوغاريتم العائد الكلي الاستثماري كانت معنوية المتغير 0.0004 أي أقل من 5% المستوى الذي اختاره الباحث، وكانت قيمة المعلمة هي 0.009405 وهذه يعني أن حجم الاستثمار بالسوق بالسندات له أثر طردي على حجم العائد الكلي الاستثماري، وكل تغير بمقدار حجم الاستثمار بالسوق بالسندات بالزيادة سوف يؤدي إلى زيادة العائد الكلي الاستثماري بمقدار 0.009405 في الأجل الطويل في اتجاه طردي.

٤. كان المتغير المعبر عن عجز الموازنة له أثر معنوي على لوغاريتم العائد الكلي الاستثماري، وكانت معنوية المتغير 0.0345 أي أقل من 5% وكانت قيمة المعلمة هي 0.000164 وهذه يعني أن عجز الموازنة لها أثر طردي على حجم العائد الكلي الاستثماري، وكل تغير في عجز الموازنة بالزيادة سوف يؤدي إلى زيادة العائد الكلي الاستثماري بمقدار 0.000164 في الأجل الطويل في اتجاه طردي.

وكانت المعادلة في الأجل الطويل كالتالي:

$$\text{LNY1} = -0.596957 \text{ CointEq}(-1) + 0.5857\text{LNX1} + 1.2769\text{LNX2} + 0.0001\text{X3} - 0.0002\text{X4} + 0.0094 \text{ X5} - 0.2238\text{LNX6} - 0.0006\text{X7} + 0.0130\text{X9} + 0.0002\text{X10} - 3.6082\text{DX11} - 6.7931 \text{ c}$$

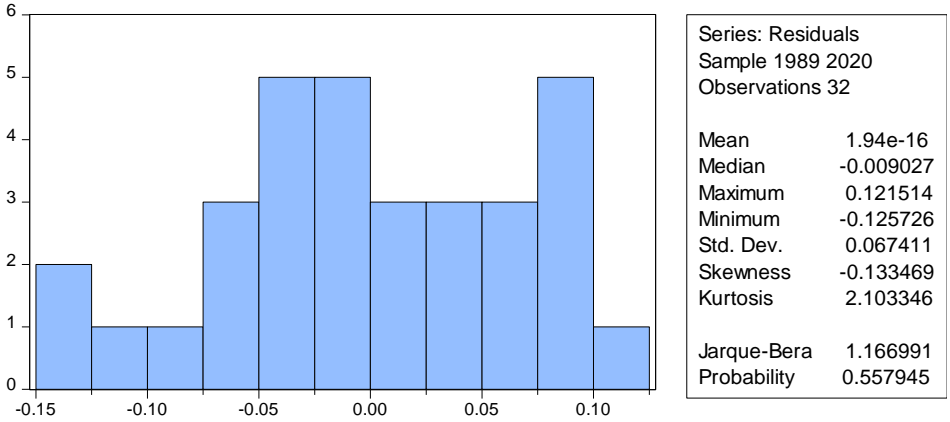
رابعاً: اختبار مدى طبيعية البيانات normality test

حيث يتم هنا فحص هل أن البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا، وذلك من خلال اختبار Jargue Bera وتتم صياغة الفروض وفقاً إلى صياغة فرض العدم والفرض البديل، وذلك حيث إن الفرض العدم هو أن بيانات النموذج تتوزع بشكل طبيعي أي تخضع للتوزيع الطبيعي والفرض البديل هو أن البيانات وتوزيعها الاحتمالي لا تخضع للتوزيع الطبيعي. وبالنظر إلى الرسم في الأسفل نجد أن قيمة احتمال جارك ببيرا بلغت 0.557945 أي أنها أكبر من 5% مستوى

المعنوية الذي اختاره الباحث، وذلك يعني أنه لن نقبل الفرض العدمي وهو أن البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي ونرفض الفرض البديل

شكل رقم (١)

نتائج اختبار التحقق من شرط التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: إعداد الباحثين باستخدام مخرجات برنامج Eviews 8

خامساً: الفرض الخاص باختبار وجود serial correlation

تشأ هذه المشكلة من عدم وجود علاقة بين متغير عشوائي في فترة زمنية ومتغير عشوائي في فترة زمنية أخرى أي أن ذلك يعني أن وجود الارتباط الذاتي لا يؤثر على معاملات الانحدار تقديرات غير متحيزة خطياً، ولكنه يجعل هذه المتغيرات غير كفأة حيث يكون الخطأ المعياري لتوزيع المعاينة لمعاملات الانحدار كبيراً، وبالتالي سوف تكون نتائج تقدير فترة الثقة واختبارات الفروض مضللة مما يزيد احتمال وقوع في خطأ النوع الأول أو خطأ النوع الثاني.

وهنا يتم اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وذلك من اختبار serial correlation LM test بحيث يكون فرض العدم أنه يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء والفرض البديل لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء إذا كانت نتيجة احتمال الاختبار أقل من 5% يكون لدينا مشكلة ارتباط ذاتي، أما إذا كان أكبر من 5% فلا توجد لدينا مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء. وبالنظر هنا إلى الجدول بالأسفل نجد قيمة احتمال مربع كاي هو 0.3829 أي أنها أكبر من 5% أي أننا نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين قيم المتغير العشوائي.

جدول رقم (٨) اختبار عدم وجود ارتباط سلسلي في النموذج

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.268100	Prob. F(1,11)	0.6149
Obs*R-squared	0.761371	Prob. Chi-Square(1)	0.3829

سادسًا: فرض ثبات التباين Heteroskedasticity

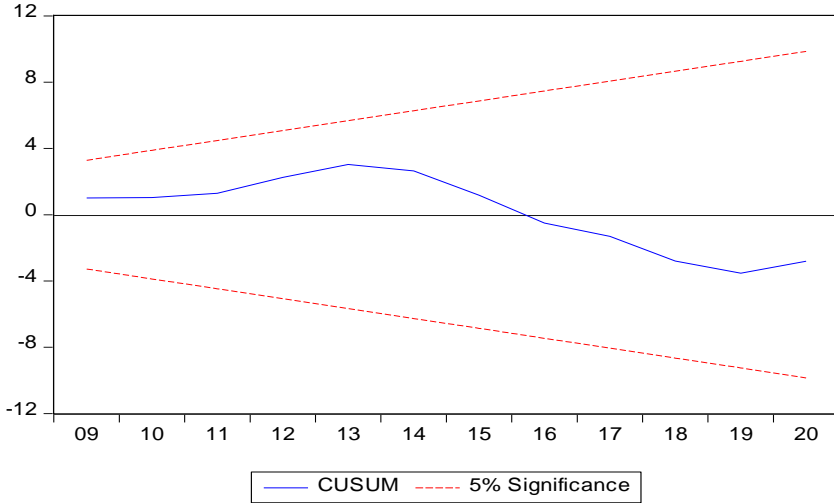
وتحدث هذه المشكلة بسبب وجود فئات مختلفة من مفردات العينة أي أنها تنقسم إلى فئات غير متجانسة، وقد يحدث بسبب زيادة الزمن، فيكون للزمن تأثير موجب على زيادة التباين في الخطأ العشوائي وقد يكون هذا التأثير سلبيًا، ويتم اكتشاف تلك المشكلة من خلال عدة اختبارات مثل white test ,Harvey test,glejser, breusch-pagen-godfrey وسوف نعتمد Gleiser مع العلم أنهم جميعًا سيعطون النتيجة نفسها تقريبًا، أو نتائج متقاربة، وبالنظر إلى الجدول التالي نجد أن نتيجة pro chi square كانت 0.9982 وهو أكبر من 5% أي نقبل الفرض العدم، وهو عدم وجود مشكلة ثبات التباين أي أن تباين الأخطاء يتسم بالثبات، ومن ثم لا توجد هذه المشكلة.

جدول (٩). اختبار عدم ثبات التباين في النموذج

Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	1.141226	Prob. F(19,12)	0.4175
Obs*R-squared	20.59969	Prob. Chi-Square(19)	0.3593
Scaled explained SS	5.900528	Prob. Chi-Square(19)	0.9982

سابعاً: اختبار ثبات النموذج CUSUM test

الشكل رقم (٢) اختبار سلوك البيانات CUSUM



المصدر: إعداد الباحثين باستخدام مخرجات برنامج Eviews 8

وبالنظر إلى الرسم أعلاه وإلى وجود القيم بين الحدود والتي تعبر عن السير العشوائي لمشاهدات مستقلة تخضع لتوزيع طبيعي، مما يشير إلى ثبات المعاملات الانحدار واستقرار النموذج وقدرته على التنبؤ.

ثامناً: صحة الشكل الدالي للنموذج

يتم فحص مدى صحة الشكل الدالي من خلال اختبار ramsey test من خلال فحص احتمال قيمة اختبار f وكلما كانت قيمة الاحتمال 0.7382 أكبر من 5% يعني أن صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج واستقرار شكل الدالة للنموذج.

جدول (١٠). اختبار صحة الشكل الدالي في النموذج

Ramsey RESET Test			
Equation: FINAL3			
	Value	Df	Probability
t-statistic	0.342813	11	0.7382
F-statistic	0.117521	(1, 11)	0.7382

ووفقاً لما سبق يمكننا القول بأن النموذج مستقر، ويمكن الاعتماد عليه للتنبؤ بالمعاملات في الأجل الطويل.

النتائج:

١. بلغ العائد على الاستثمار لمؤسسة الضمان الاجتماعي (٦١١.٣٧٦) مليون دولار في نهاية عام ٢٠١٨م مقارنة مع عام ١٩٨٨م الذي بلغ (٢٠٠.٢٢) مليون دولار، أي بنسبة زيادة مقدارها (٣٠٥٣%).
٢. بلغت نسبة استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي إلى الناتج المحلي الإجمالي (٣٣%) في عام ٢٠١٨م، مقارنة مع عام ١٩٨٨م، والتي بلغت نسبة (٧.٣%)، وهذا يدل على أهمية ودور المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في الاقتصاد الأردني.
٣. بلغ حجم استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي (١٣٦٧٧.٧) مليون دولار في عام ٢٠١٨م مقارنة مع عام ١٩٨٨م والذي بلغ (٣٥٦.١) مليون دولار، أي بنسبة زيادة مقدارها (٣٧٤٠%).
٤. هناك علاقة إيجابية لكل من المتغيرات المستقلة (حجم الاستثمار الكلي، صافي الإيرادات التأمينية، حجم الاستثمار بالسندات، عجز الموازنة) والمتغير التابع (حجم العائد على الاستثمار)، وعن وجود علاقة سلبية بين المتغير المستقل (حجم الاستثمار في السوق النقدي) والمتغير التابع (حجم العائد على الاستثمار) في الأجل الطويل، وهذا يعني:
 - أ. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير حجم الاستثمار الكلي على حجم العائد على الاستثمار، ويعني هذا أن الزيادة في حجم الاستثمار الكلي ستؤدي إلى الزيادة في حجم العائد على الاستثمار في الأجل الطويل.
 - ب. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير صافي الإيرادات التأمينية على حجم العائد على الاستثمار، ويعني هذا أن الزيادة في حجم صافي الإيرادات التأمينية ستؤدي إلى الزيادة في حجم العائد على الاستثمار في الأجل الطويل.
 - ج. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في السندات على حجم العائد على الاستثمار، ويعني هذا أن زيادة مقدار حجم الاستثمار في السندات سيؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل الطويل.
 - د. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير عجز الموازنة على حجم العائد على الاستثمار، ويعني هذا أن الزيادة في عجز الموازنة ستؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل الطويل.
 - هـ. وجود أثر سلبي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في السوق النقدي على حجم العائد على الاستثمار، ويعني هذا أن الزيادة في حجم الاستثمار في السوق النقدي سيؤدي إلى نقص حجم

العائد على الاستثمار في الأجل الطويل.

٥. هناك علاقة إيجابية لكل من المتغيرات المستقلة (حجم الاستثمار الكلي، صافي الإيرادات التأمينية، حجم الاستثمار بالسندات، حجم الاستثمارات في العقارات) والمتغير التابع (حجم العائد على الاستثمار)، وعن وجود علاقة سلبية بين المتغير المستقل (حجم الاستثمار في السوق النقدي، حجم الاستثمارات في الأسهم، عجز الموازنة) والمتغير التابع (حجم العائد على الاستثمار) في الأجل القصير، وهذا يعني:

أ. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير حجم الاستثمار الكلي على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة حجم الاستثمار الكلي سيؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

ب. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير صافي الإيرادات التأمينية على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة صافي الإيرادات التأمينية بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

ج. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في السندات المبطل بفترة واحدة على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة حجم الاستثمار في السندات سيؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

د. وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في العقارات على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة حجم الاستثمار في العقارات سيؤدي إلى زيادة حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

هـ. وجود أثر سلبي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في السوق النقدي المبطل بفترة واحدة على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة حجم الاستثمار في السوق النقدي سيؤدي إلى نقصان حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

و. وجود أثر سلبي معنوي لمتغير حجم الاستثمار في الأسهم على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة حجم الاستثمار في الأسهم سيؤدي إلى نقصان حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

ز. وجود أثر سلبي ومعنوي لمتغير عجز الموازنة على حجم العائد على الاستثمار، وهذا يعني أن زيادة عجز الموازنة ستؤدي إلى نقصان حجم العائد على الاستثمار في الأجل القصير.

الخاتمة والتوصيات

سعى هذا البحث إلى تقييم دور السياسة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان الاجتماعي في الأردن خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠١٨)، من خلال بيان دور حجم استثمارات الضمان الاجتماعي في دعم موارد الضمان متمثلة في حجم العائد الاستثماري، ومراجعة أوجه الاستثمارات الحالية لأموال الضمان الاجتماعي ونمط هذه الاستثمارات، إضافة إلى بيان دور صافي الإيرادات التأمينية في دعم موارد الضمان الاجتماعي متمثلة في حجم العائد الاستثماري، وبيان دور بعض المتغيرات الاقتصادية في دعم موارد الضمان الاجتماعي متمثلة في حجم العائد الاستثماري .

وذلك من خلال تناول أربعة محاور، حيث استعرض المحور الأول الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، أما المحور الثاني فتناول الإطار النظري للبحث من خلال توضيح مفهوم استثمارات الضمان الاجتماعي ومبادئ الاستثمارات، بينما استعرض المحور الثالث تطور سياسات الاستثمار للضمان الاجتماعي وانماطه في الأردن والقيود المفروضة عليه وتطور حجم استثمارات الضمان الاجتماعي وحجم العائد الاستثماري، فيما تناول المحور الرابع نموذج الدراسة والتعريف بمتغيرات الدراسة، وبيان نتائج تحليل اختبارات الفروض.

وقد خلصت الدراسة إلى أنه من أجل تحسين العائد على الاستثمار بشكل أكبر، يجب

على المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي أن تتخذ العديد من الإجراءات أهمها:

١. ضرورة وجود إطار وطني من القوانين والمواثيق التي تشكل الأرضية لجذب وتشجيع الاستثمارات وتسهيل الإجراءات المعقدة وتقليل البيروقراطية المعتمدة في منح تراخيص الاستثمار.

٢. التوجه للقيام بالإجراءات والسياسات الكفيلة بزيادة حجم صافي الإيرادات التأمينية، كالتوسع في مظلة تطبيق أحكام قانون الضمان الاجتماعي وتقليص حجم التهرب التأميني بما يعود على نمو حجم الاستثمارات بشكل كبير.

٣. دراسة تجارب الدول الأخرى والعمل على الاستفادة منها فيما يخص مسألة استثمارات احتياطيات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي.

٤. التأكيد على العمل من أجل تنويع مجالات الاستثمار، بما يضمن تنوعاً متوازناً بين الأدوات الاستثمارية المختلفة بما يكفل زيادة العائد الاستثماري، مع الأخذ بعين الاعتبار أن تركز عملية توظيف الأموال على الأدوات الاستثمارية التي تحافظ على القيمة الحقيقية للأصول المستثمرة.

المراجع

١. إبراهيم مرجان، سيف النصر شوقي، نموذج كمي لقياس الخطر في محافظ استثمارات التأمينات العامة، دراسة تطبيقية مقارنة على السوق المصرية، مجلة الملك سعود، المجلد (٤)، العدد ٢، ١٩٩٢
٢. حمزة غنيمات، أثر استثمارات المؤسسه العامه للضمان الإجتماعي على النمو الإقتصادي في الأردن خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠٠٤)، رسالة ماجستير، الجامعة الاردنية، ٢٠٠٨ .
٣. صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، " التقرير السنوي "، ٢٠١٨
٤. صندوق استثمار اموال الضمان الاجتماعي، الأداء المالي لصندوق استثمار اموال الضمان الاجتماعي، الملحق المالي، ٢٠١٨
٥. صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، استراتيجية وسياسات الاستثمار، ٢٠١٥
٦. عبدالله محمد، البدارين ، تقييم اداء محافظة الاسهم للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي ، رسالة ماجستير ، الجامعة الهاشمية ، الاردن، ٢٠١٠ .
٧. المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي "تقرير الاستدامة الثاني للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي"، ٢٠١٨
٨. نادية احمد حسن محمود ، " اموال التأمينات بين الاستقلال والدمج " مجلة الدراسات المالية والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة بني سويف ، العدد الثاني ، ٢٠٠٤ .
9. **Carolin Nerlich,Joachim Schroth, Articles The Economic Impact of population Ageing and Pension Reforms, , ECB Economic Bulletin ,Issue 2/2018**
10. **Hans Schlechter , Bernardo K. Pagnoncelli , Arturo Cifunte, " Pension Funds in Mexico and Chile: A Risk-Reward Comparison Columbia University, 2019**
11. **Iwegbu Onyebuchi, "Pension Funds ,Financial Development and Output Growth in Nigeria", Publication of The Central Bank of Nigeria , Volume 44,No 1,2020**

12. Kazeem Abimbola “Pension Funds as Fuel for overall Investment Level and Economic Growth: An Empirical Insight from South African economy”,Cogent Business & Management,Volume8, Issue1,2021
13. Oladipo O. Oyenola , Investment Risk: Considerations for Pension Fund, Master of Science in Actuarial Science ,Department of Actuarial Science and Statistics , Cass Business School, City University, London , 2003
14. Pablo Antolin' Pension Funds Performance OECD , Working Paper Insurance Private Pension No , 20 OECD Publishing Paris, France,2008 .
15. Raisa, M,L, “Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets: The EU Countries case”,The EU-15 Countries Case,annals of the “Constantin Brancusi” University of Targu Jiu ,Economy Series 4,2012
16. Robert David, Social Security Investment in Danger, Senior Journal, 2004, Available online at:www.seniorjournal.com