

شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح در بازار مالی کشور

باقر ادبی فیروزجائی^۱

یاشار دیندار کله‌سر^{۲*}

تاریخ ارسال: ۱۴۰۰/۱۱/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۰۱

چکیده

سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی به دلیل این‌که در چارچوب ریسک و بازده تعریف می‌شود عاری از ریسک نیست؛ به‌گونه‌ای که اگر این سرمایه‌گذاری فارغ از مفاهیم مبتنی بر دوراندیشی باشد به‌طور مناسب تحقق نیافته و می‌تواند منجر به نرخ‌های بازده منفی و ضایع نمودن سرمایه مورد استفاده گردد. همچنین این مسئله باعث نگرانی‌های اساسی برای صندوق‌ها و اعضای آنها که امنیت اقتصادی و آرامش خاطرشان در دوران سالمندی و بازنشستگی وابسته به عملکرد درست صندوق‌ها و ایفای صحیح تعهداتشان می‌باشد، می‌گردد. از این‌رو پژوهش حاضر به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح در بازار مالی کشور می‌باشد و به دلیل حساسیت دسترسی به اطلاعات در حوزه نظامی، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در بازار مالی کشور، به شیوه تحلیل محتوا استخراج و در گروه کانونی متشکل از ۱۰ نفر از خبرگانی که حداقل پنج سال تجربه مالی و سرمایه‌گذاری در بازار مالی کشور را داشته‌اند، مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح متأثر از ۳۰ عامل اصلی شناسایی شده می‌باشد که در پنج دسته کلی عوامل مرتبط با ساختار صندوق، عوامل مرتبط با مدیریت صندوق، عوامل کلان، قوانین و مقررات و نهایتاً عوامل مرتبط با بازار مالی کشور دسته‌بندی شدند. **واژگان کلیدی:** صندوق بازنشستگی، بازار مالی، سرمایه‌گذاری، گروه کانونی.

^۱ استادیار، گروه علوم اداری و اقتصاد، دانشکده علوم انسانی و علوم ورزش، دانشگاه گنبدکاووس، گلستان، ایران.

(bagheradabi@gmail.com)

^۲ کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. نویسنده مسئول. (y.dindar@ut.ac.ir)

۱. مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی در آینده‌ای نزدیک با سه چالش مواجه هستند. اول، محیطی پایدار با نرخ بهره اندک (که مالیاتی است بر طرح‌های مزایای معین)؛ دوم، افزایش مستمر طول عمر و سوم، کاهش شدید نرخ زادوولد که بیشتر روی نظام‌های بدون اندوخته (PAYG)^۱ تأثیر می‌گذارد (پاگنونچلی و همکاران^۲، ۲۰۱۷). ایران نیز همانند سایر کشورها با چالش‌های مرتبط با سالمند شدن جمعیت مواجه هست. سالمند شدن جمعیت به‌واسطه پایین آوردن نرخ اشتغال و نتیجتاً کاهش رشد تولید ناخالص داخلی (GDP)^۳ و با تأثیر بر بهره‌وری نیروی کار، پس‌انداز، مصرف، نرخ بهره و ارزش دارایی‌ها، کل اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این موضوع (سالمند شدن جمعیت) جنبه‌های مختلف اقتصادی و سیاسی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و باعث افزایش شدید در هزینه‌های عمومی شده و فشار مضاعفی را بر افزایش هزینه‌های بازنشستگی تحمیل می‌کند (جلیلی، ۱۳۸۷) و از این‌رو، نگرانی‌های اساسی را نه تنها برای صندوق‌ها، بلکه برای اعضای آنها که امنیت اقتصادی و آرامش خاطرشان در دوران سالمندی و بازنشستگی وابسته به عملکرد درست صندوق‌ها و ایفای صحیح تعهداتشان می‌باشد، ایجاد کرده است (القومی، ۲۰۱۹).

در حال حاضر صندوق‌های تأمین اجتماعی، نیروهای مسلح و صندوق بازنشستگی کشوری بیش از ۹۰ درصد جمعیت بیمه‌پرداز بازنشستگی کشور را تحت پوشش دارند و مطابق اطلاعات موجود همگی با کسری منابع عظیمی مواجه هستند و از کمک دولت برای تأمین بودجه خود استفاده می‌نمایند. بنابراین مدیریت و سرمایه‌گذاری وجوهی که افراد برای دوران بازنشستگی خود پرداخت می‌کنند حائز اهمیت بوده و بایستی به‌گونه‌ای سرمایه‌گذاری شوند تا بتوانند بازدهی مناسبی داشته باشند و به صندوق مربوطه نیز این توانایی را بدهد تا بتواند از عهده پرداخت حقوق بازنشستگی افراد بازنشسته برآید. در واقع، برنامه‌ریزی علمی و سنجیده، مدیریت صحیح و حرفه‌ای و آسیب‌شناسی به‌موقع مشکلات و چالش‌های فراروی صندوق‌ها از ابعاد اقتصادی، اجتماعی و حتی سیاسی و فرهنگی، امری ضروری است. از این‌رو، هدف اصلی پژوهش حاضر شناسایی مولفه‌های مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح در بازار مالی کشور خواهد بود چرا که رصد نظام‌های بازنشستگی جهت ارزیابی به موقع نقاط قوتشان و شناخت چالش‌هایی که با آن مواجه هستند، کلیدی است (OECD^۴, 2020) و می‌تواند به بهبود نرخ پایداری صندوق منتج شود.

¹ Pay As You Go

² Pagnoncelli

³ GDP

⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲. مبانی نظری پژوهش

۱-۱-۲. سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی

صندوق بازنشستگی به‌منظور سازماندهی سرمایه‌های تأمین‌شده توسط کارکنان و کارفرمایان تشکیل شده و هدف از آن، در ایجاد رشد پایدار و بلندمدت ارزش دارایی‌هاست و پس از رسیدن کارکنان به پایان سنوات کاری، طبق رویه مشخص به آنان مستمری بازنشستگی پرداخت می‌کند (اسکندری و همکاران، ۱۳۹۴). صندوق بازنشستگی باید با به‌کارگیری وجوه حق بیمه افراد و سرمایه‌گذاری آنها بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری کسب نموده و با پرداخت مستمری بازنشستگی و ایفای تعهدات خود در قبال بازنشستگان و مستمری‌بگیران به وظایف خویش عمل نماید (ادبی، ۱۳۹۶) و نخستین وظیفه اقتصادی یک طرح بازنشستگی تأمین درآمد بازنشستگی ذینفعان است و رفتار سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی از این جنبه، بهتر قابل درک خواهد بود (بادی^۱، ۱۹۹۰). در واقع، حقوق بازنشستگی یکی از ارکان حمایت اجتماعی است و بنابراین حفظ ثبات مالی صندوق‌های بازنشستگی یک چالش برای آینده است (القومی^۲، ۲۰۱۹). در سراسر جهان دارایی‌های قابل توجهی جهت تأمین مالی مزایای بازنشستگی آتی در طرح‌های پس‌اندازهای بازنشستگی انباشت شده است و صندوق‌های بازنشستگی از بازیگران مهم بازارهای مالی در جهان هستند. مثلاً صندوق‌های بازنشستگی شغلی^۳ در آمریکا دارایی‌هایی معادل ۸۰ درصد تولید ناخالص داخلی این کشور را مدیریت می‌کنند (پاگنونچلی و همکاران، ۲۰۱۷). یا به‌عنوان مثال برای نخستین بار و تا پایان سال ۲۰۱۹ دارایی‌های بازنشستگی در جهان به بیش از ۵۰ تریلیون دلار آمریکا رسید، که از این رقم بیش از ۳۲ تریلیون دلار دارایی تا پایان سال ۲۰۱۹ در صندوق‌های بازنشستگی انباشت شده‌اند (OECD, 2020). صندوق‌های بازنشستگی به‌طور سنتی به‌عنوان سرمایه‌گذاران بلندمدت مفهوم‌سازی می‌شوند. همان‌طور که دارایی‌های صندوق بازنشستگی در دوره‌های زمانی طولانی سرمایه‌گذاری می‌شوند، مکانیسم بهره مرکب پتانسیل قوی خود را آزاد می‌کند و تفاوت‌های کوچک در بازده‌های سرمایه‌گذاری سالانه به‌طور نمایی به اعمال یک تأثیر قابل توجه بر نتیجه سرمایه‌گذاری کلی یک صندوق بازنشستگی می‌انجامد که به‌نوبه خود بر سطح حمایت‌های لازم برای تأمین یک سود بازنشستگی از پیش تعیین‌شده (طرح بازنشستگی DB) یا سطح مزایای بازنشستگی آینده که توسط یک طرح بازنشستگی با سهم از پیش تعریف‌شده (تحت یک برنامه بازنشستگی DC^۴) تأمین می‌شود، تأثیر می‌گذارد. بنابراین سرمایه‌گذاری کارکردی اساسی صندوق‌های بازنشستگی دارد.

طبیعت هر سرمایه‌گذاری و ازجمله سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی به دلیل این‌که در چارچوب ریسک و بازده تعریف می‌شود عاری از ریسک نیست. به‌گونه‌ای که اگر این سرمایه‌گذاری فارغ از مفاهیم

¹ bodie

² Elgoumi

³ Occupational Pension Funds

⁴ Defined Contribution

مبتنی بر دوراندیشی باشد به‌طور مناسبی تحقق نمی‌یابد و می‌تواند منجر به نرخ‌های بازده منفی گردیده و سرمایه مورد استفاده در این ارتباط را نیز ضایع نماید (رسولی، ۱۳۹۴).

۲-۱-۲. صندوق‌های بازنشستگی در بازارهای مالی

صندوق‌های بازنشستگی یکی از فعالان اصلی بازارهای مالی، به‌ویژه بازارهای سرمایه^۱ در سطح جهان به شمار می‌روند و طی سال‌های اخیر در بسیاری از موارد، بیشترین دارایی‌ها را در مقایسه با سایر واسطه‌های مالی در اختیار داشته‌اند. این صندوق‌ها در حال حاضر از سهامداران و مالکان عمده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌ها و شرکت‌های خصوصی خارج از بورس هستند. به همین دلیل، حضور و فعالیت گسترده آنها در بازارهای مالی می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در توسعه و کارایی بازار سرمایه در هر کشوری داشته باشد. اگرچه این گروه از سرمایه‌گذاران نهادی در فهرست بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاران بازارهای سهام قرار دارند اما فعالیت آنها محدود به بازارهای سهام نمی‌شود و در سطح وسیعی در اوراق قرضه، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی و به نسبت کمتری در املاک و مستغلات و سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز سرمایه‌گذاری می‌کنند. امروزه صندوق‌های بازنشستگی در حوزه‌های گوناگونی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند و تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها از انعطاف‌پذیری بسیار بالایی برخوردار است و محدوده وسیعی از دارایی‌های مالی و واقعی را در برمی‌گیرد.

در اغلب کشورها صندوق‌های بازنشستگی از مالیات عایدات سرمایه‌ای معاف هستند و همچنین مقررات اوراق بهادار در خصوص شرایط و ضوابط دوره نگهداری اوراق بر فعالیت سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها حاکم نیست و بدین ترتیب صندوق‌های مزبور خطمشی‌های سرمایه‌گذاری خود را با سهولت بیشتر و دغدغه کمتری تنظیم و اجرا می‌کنند. صندوق‌های بازنشستگی حسب مورد می‌توانند با یک یا چند بازار مالی سروکار داشته باشند (زنوز، ۱۳۹۶). در کشورهای با سطح مالی توسعه‌یافته، دارایی‌های بازنشستگی نقدشوندگی و میزان سرمایه را در بازار بهبود می‌بخشند (بابالوس و استاورویانیس، ۲۰۱۹). شناخت ابزارهای مالی و راهبردهای سرمایه‌گذاری لازم برای موفقیت نظام‌های بازنشستگی مبتنی بر اندوخته به‌منظور ارائه مستمری مناسب برای بازنشستگان در کشورهای پیشرفته درس‌هایی را برای کشورهای درحال توسعه همچون ایران در بردارد. در این نوع طرح‌ها درک تمایز میان مرحله انباشت و مرحله توزیع مهم است. در مرحله توزیع نیز مقابله با ریسک‌های تورم و مرگ‌ومیر برای شرکت‌های بیمه عمر اهمیت فراوانی دارد.

۲-۱-۳. صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح

در ایران صندوق‌های بازنشستگی متعددی به‌عنوان بیمه‌گر اجتماعی در ارتباط با بازنشستگی فعال هستند و شایگان را تحت پوشش قرار داده‌اند (ادبی، ۱۳۹۶). از مهم‌ترین آنها می‌توان به سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی کشوری و سازمان بازنشستگی نیروهای مسلح اشاره کرد. سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح در اجرای ماده ۱۴ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی

¹ Capital markets

² Babalos & Stavroyiannis

ایران (مصوب ۱۳۷۹) از ادغام سازمان بیمه و بازنشستگی ارتش جمهوری اسلامی ایران و سازمان بیمه و بازنشستگی سپاه پاسداران انقلاب اسلامی و بیمه و بازنشستگی نیروی انتظامی جمهوری اسلامی ایران و سازمان خدمات درمانی نیروهای مسلح ایجاد گردیده است و حوزه بازنشستگی نیروهای مسلح در حوزه فعالیت صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و سازمان بازنشستگی نیروهای مسلح (سابا) قرار دارد. در این میان صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، مأموریت دارد در راستای تحقق اهداف بیمه‌ای مقرر در قوانین و مقررات بازنشستگی لشگری از جمله پرداخت حقوق بازنشستگی، از کارافتادگی، حقوق وظیفه و مستمری و سایر تکالیف مقرر و ارائه حمایت‌های قانونی از طریق شرکت سرمایه‌گذاری ساتا، در تمامی حوزه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری فعالیت کند. صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح همانند کلیه صندوق‌های بازنشستگی دولتی در ایران با شیوه‌مزایای معین کار می‌کند و سازوکار آن مبتنی بر نظام PAYG است. مطابق با نظام PAYG هرچه تعداد افراد شاغل تحت پوشش صندوق (کسور پردازان) کمتر شود و یا جامعه به سمت سالمندتر شدن پیش برود، منابع درآمدی صندوق‌ها محدودتر، مصارف آنها بزرگ‌تر و درنهایت با کسری‌های مالی شدیدتری مواجه خواهند شد. در چنین شرایطی اگر منابع صندوق دچار کسری باشد، دولت باید این کسری را تأمین کند (ادبی و کریمی، ۱۳۹۷). عمده چالش‌های نظام بازنشستگی نیروهای مسلح براساس مطالعات تطبیقی صورت گرفته و نیز مصاحبه‌های عمیق چندساله با خبرگان مختلف، عبارتند از عدم تعهد دولت به اجرای مقرراتی که به موجب قانون ملزم به اجرای آن بوده‌است، آثار تصمیمات مختلف دولت (مثبت و منفی) بر آینده نظام بازنشستگی؛ لزوم اصلاح قوانین و مقررات بازنشستگی و یکسان‌سازی آن در سطح نیروهای مسلح؛ پیامدهای ناشی از بازنشستگی‌های پیش از موعد به دلیل وضع خدمتی در نیروهای مسلح ج.ا.ایران، که مبالغ سنگینی هزینه به‌نظام بازنشستگی تحمیل می‌کند، چالش‌های مدیریتی، عدم دانش کافی، عدم تمایل به بهسازی اوضاع موجود، ناهماهنگی و مصلحت‌اندیشی، تورم، DB-PAYG (سنّتی ترین نظام بازنشستگی که تک لایه هم می‌باشد)، تأثیرات ناشی از جنگ و کاهش ارزش پول ملی (رسولیان، ۱۳۹۶). به‌منظور احیای مجدد صندوق مذکور، ضرورت دارد که این صندوق دارای کفایت سرمایه مورد نیاز باشد (ادبی و کریمی، ۱۳۹۷). با توجه به اینکه دسترسی به داده‌های منابع (عمدتاً کسورات دریافتی از شاغلان) و مصارف صندوق (غالباً مستمری‌های پرداختی به بازنشستگان و بازماندگان) به دلایل امنیتی با محدودیت همراه است در تحقیق حاضر بصورت کیفی و از طریق تحلیل محتوا به گردآوری داده‌ها پرداخته‌ایم.

۲-۱-۴. تحلیل محتوا

همان‌طور که از نام تحلیل محتوا برمی‌آید، این فن در جستجوی دریافت جنبه‌های ادراکی و احساسی پیام‌ها و یا ادراکات ضمنی قابل استخراج از بیانات است. عنصر مشترک در تمام تکنیک‌های مختلف، از شمارش فراوانی گرفته تا استخراج ساختارهای منتج به مدل‌ها، یک تعبیر و تفسیر کنترل شده بر مبنای استنتاج و استنباط است (دُرّانی، ۱۳۷۴). چلیم سکی^۱ تحلیل محتوا را مجموعه رویه‌ای برای جمع‌آوری و سازماندهی اطلاعات در یک شکل استاندارد شده می‌داند که به محقق اجازه تحلیل‌هایی برای استنباط در مورد ویژگی‌ها

^۱ Chelimsky

و معنای مواد نوشتاری یا ثبت شده را می‌دهد. در رویکرد کمی یا کیفی، تحلیل محتوا یک روش مستقل است که می‌تواند در راستای رسیدن به الگو یا چارچوبی مفهومی، توصیف و تلخیص داده‌ها، استنباط از آن‌ها و تدوین نظریه به کار رود. در رویکردهای کیفی، غالب داده‌هایی که پژوهشگر از روش‌هایی همچون مصاحبه یا مشاهده به دست می‌آورد، در نهایت تبدیل به متن شده و از طریق تحلیل محتوا مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرند (مومنی‌راد و همکاران، ۱۳۹۲). تحلیل محتوا و تحلیل تم از جمله روش‌های قابل استفاده در مطالعات کیفی هستند. استفاده از مطالعات کیفی زمانی ضرورت پیدا می‌کند که اطلاعات اندکی در مورد پدیده مورد مطالعه وجود داشته باشد و یا اینکه در مطالعات و پژوهش‌های انجام شده، فقدان یک چارچوب نظری که به صورتی جامع به تبیین موضوع بپردازد، مشهود باشد. (اخترشناس و همکاران، ۱۳۹۸).

در پژوهش حاضر با بهره‌گیری از مطالعات کتابخانه‌ای و به پشتوانه مبانی نظری، به استحصال کلیه عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح خواهیم پرداخت. سپس این عوامل در اختیار گروه کانونی متشکل از ده نفر از خبرگان قرار خواهد گرفت تا عوامل نهایی مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق شناسایی شود.

۲-۲. پیشینه پژوهش

۲-۲-۱. مطالعات داخلی

ادبی و کریمی (۱۳۹۷) ضمن آسیب‌شناسی سیستم فعلی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح (DB-PAYG)، به ارائه سیستم نوین بازنشستگی حساب‌های شخصی مصور پرداخته و عملکرد هر دو سیستم DB-PAYG و NDC را از لحاظ پایداری مالی در طولانی‌مدت موردبررسی قرار دادند. آنها دریافتند که سیستم پیشنهادی می‌تواند اثرات ناشی از تغییرات اقتصادی و جمعیتی را کاهش داده و تعهدات صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح را حداقل تا یک‌سوم کاهش دهد ولی برای به‌کارگیری چنین سیستمی در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نیاز به سرمایه‌گذاری از پیش تعیین شده و یا کمک دولت از محل بودجه عمومی و یا کاهش نرخ افزایش مستمری است که با توجه به شرایط اقتصادی کشور چنین کاهش باعث افت سطح رفاه کارکنان می‌شود.

یوسفی قلعه رودخانی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی چالش‌های صندوق‌های بازنشستگی و ارائه راهکارهای عملی» بیان می‌کند که اداره مؤثر این صندوق‌ها، تعیین خط‌مشی‌های مناسب بازنشستگی و نظارت بر فعالیت آنان به اطلاعات اتکاپذیر، مربوط و شفاف نیاز دارد. بررسی چالش‌های موجود در صندوق بازنشستگی نشان می‌دهد که عوامل سیستماتیک و پارامتریک^۲ متعددی بر عملکرد صندوق‌های بازنشستگی تأثیرگذارند، این صندوق‌ها با توجه به تعهدات آتی، در وضعیت مطلوب و مناسبی قرار ندارند و با چالش‌های متعددی مواجه هستند.

¹ Nonfinancial Defined Contribution

² Systematic and parametric factors

رستمی و حبیب نژاد (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری» بیان می‌کنند که تبعیت صندوق‌ها از اصول سرمایه‌گذاری، موجب تقویت منابع مالی و توانایی آن‌ها در ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان و در نهایت، تضمین حق تأمین اجتماعی اعضای صندوق خواهد شد. صندوق‌های بازنشستگی ایران برای رهایی از بحران مالی یا دستیابی به سود بیشتر، در موارد متعدد با تخطی از برخی مقررات قانونی، این اصول را نقض کرده‌اند.

۲-۲-۲. مطالعات خارجی

بیوچمپ^۱ و واگنر^۲ (۲۰۲۰) با بهره‌گیری از مطالعات حوزه بهداشت و بازنشستگی، به بررسی نقش انتخاب معکوس در نظام تأمین اجتماعی سالمندان پرداختند و دریافته‌اند که افرادی که انتظار زندگی کوتاه‌تری دارند از طریق مطالبه پیش از موعد مزایا و پرداخت حق بیمه کمتر، سیستم بازنشستگی را دچار انتخاب معکوس می‌کنند. آنها با تجزیه دلایل انتخاب معکوس دریافته‌اند که اطلاعات بهداشتی، جمعیت‌شناختی، اشتغال و مالی همراه با هم، بسیاری از همبستگی بین مرگ و میر و خوداظهاری را پوشش می‌دهد. تخمین‌های چهار مورد اشاره شده کمک می‌کند تا خطرات اخلاقی حذف شوند.

گچرت^۳ و همکاران (۲۰۲۰) در مقاله‌ای با عنوان «اثرات کلان اقتصادی حق بیمه‌ها و مزایای تأمین اجتماعی» با بهره‌گیری از مجموعه‌ای از داده‌ها که تغییرات شدید قوانین مرتبط با مزایا و حقوق بیمه را در آلمان و در بازه زمانی ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۸ پوشش می‌داد به بررسی شوک‌های مقرراتی در حوزه تأمین اجتماعی پرداختند. آنها تأثیر کلان این تغییرات را به روش مدل خودرگرسیون برداری ساختاری^۴ تخمین زدند. واکنش تولید ناخالص داخلی به کاهش حق بیمه‌ها، ضریب مالی در حدود ۰/۴ ایجاد می‌کند که نسبتاً سریع محو می‌شود. برای افزایش مزایا، ضریب تأثیر ۱/۱ و ماندگارتر است. واکنش سایر متغیرهای کلان نشان می‌دهد که مزایا از طریق یک کانال قوی در سمت تقاضای ایفای نقش می‌کند، در حالی که حق بیمه‌ها، اثرات جانبی طرف عرضه را نشان می‌دهند. ترکیب شوک‌ها با داده‌های سطح خانوار، واکنش شدید مصرفی در ذینفعان را تأیید می‌کند. دوپله^۵ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر مدیریت فعال و سهام خصوصی بر صندوق‌های بازنشستگی با مزایای معین پرداختند. بدین منظور از سبک بازده محور شارپ جهت تحلیل طرح‌های بازنشستگی با مزایای معین شرکت‌های ایالات متحده آمریکا استفاده کردند. آنها دریافته‌اند که صندوق‌های بازنشستگی نسبت به صندوق‌های متوازن تمایل بیشتری به سهام خصوصی دارند. همچنین روش جدید اندازه‌گیری سهم نسبی سیاست و مدیریت فعال را ارائه کردند و دریافته‌اند که صندوق‌های بازنشستگی در مقایسه با صندوق‌های متوازن مدیریت فعال‌تری نشان می‌دهند.

¹ Beauchamp

² Wagner

³ Gechert

⁴ structural vector autoregressive models

⁵ Doyle

بلولپتسکی^۱ و لپسکایا^۲ (۲۰۱۹) به مدلسازی ریاضی عملکرد صندوق‌های بازنشستگی در روسیه پرداختند تا پایداری مالی آنها را ارزیابی کنند. بدین منظور داده‌های واقعی آن همچون داده‌های جمعیت‌شناختی سال ۲۰۱۸ لحاظ شد و پیش‌بینی پایداری مالی با در نظر گرفتن نرخ مرگ و میر و ترکیب سنی و جنسی جمعیت تا سال ۲۰۳۶ ارزیابی شد. دو عامل سید بیمه‌ای صندوق و نو سانات پارامترهای کلان اقتصادی، از عوامل عدم اطمینان در رویکرد احتمالی اتخاذ شده بودند. تحلیل جریان‌های مالی صندوق بازنشستگی براساس پیش‌بینی‌های جمعیت‌شناختی در مقادیر معقولی از پارامترهای اقتصادی (نرخ تورم، افزایش حقوق و ...) نشان داد در صورتیکه سن بازنشستگی زنان و مردان روی ۵۵ و ۶۰ فعلی بماند، افزایش درآمد واقعی مستمری‌بگیران در بلندمدت ناممکن خواهد بود. از سوی دیگر، افزایش سن بازنشستگی بدون تغییر سایر پارامترها، می‌تواند صندوق‌ها را در سطحی قرار دهد که بیش از ۱/۵ برابر نرخ رشد حقوق را میسر سازند. کادونی^۳ و همکاران (۲۰۱۷) در مقاله‌ای با عنوان «مقررات صندوق‌های بازنشستگی: تناقضات در کنترل ریسک» به بررسی ریسک قواعدی پرداختند که پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ به منظور کنترل ریسک بر صندوق‌های بازنشستگی وضع شده است و نشان دادند که پرتفوی‌های احاطه شده با قوانین، پریسک‌تر از دیگر پرتفوی‌ها بوده‌اند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر بر اساس هدف از نوع تحقیقات کاربردی بوده و نتایج آن می‌تواند به‌طور مستقیم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح مورد استفاده قرار گیرد. همچنین با توجه به اینکه محقق قصد دست‌کاری داده‌ها را نداشته و وضعیت موجود را مطالعه می‌کند و به توصیف مولفه‌های مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح می‌پردازد، این تحقیق از نظر ماهیت، توصیفی است.

جامعه آماری پژوهش شامل خبرگانی است که حداقل پنج سال تجربه مالی و سرمایه‌گذاری در بازار مالی کشور را داشته باشند. در تحقیق حاضر، نظر اعضای نمونه، در شناسایی مولفه‌ها (داده‌های گردآوری شده) اثرگذار است و از سوی دیگر دستیابی به داده‌هایی که بتواند به شناسایی درست مولفه‌های مؤثر در سرمایه‌گذاری صندوق بینجامد را نمی‌توان از طریق مراجعه به هر عضوی از جامعه به دست آورد و به همین دلیل، محقق برای ورود واحدهای نمونه‌گیری به نمونه‌اش، ویژگی‌های خاص از آنها را در نظر گرفته و از قضاوت خود نیز استفاده کرده‌است. از این‌رو، از روش نمونه‌گیری هدفمند^۴ استفاده شده است که زیرمجموعه‌ای از روش‌های نمونه‌گیری غیراحتمالی بوده و از نمونه‌گیری‌های غالب در مطالعات کیفی است. بدین منظور گروهی کانونی متشکل از ۱۰ نفر از خبرگان تشکیل شد.

¹ Belolipetskiia

² Lepskaya

³ Cadoni

⁴ Targeted Sampling

در پژوهش حاضر به منظور گردآوری داده‌ها، محقق از طریق مرور نظام‌مند ادبیات تحقیق به استخراج عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری (مولفه‌ها) پرداخته است. از این‌رو به تحلیل محتوای مقالات مرتبط با حوزه پژوهش پرداخته شده است. سپس عوامل شناسایی شده مقدماتی در گروه کانونی، مورد نظر سنجی ۱۰ نفر از خبرگان دارای حداقل پنج سال تجربه در حوزه سرمایه‌گذاری قرار گرفته است. به منظور گردآوری داده‌ها و اطلاعات از دو روش مطالعات کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است.

به منظور گردآوری داده‌ها در این تحقیق، از پرسشنامه‌ای جهت شناسایی مولفه‌های تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح استفاده شده است در واقع طی پروتکل مصاحبه در این پرسشنامه، مولفه‌های شناسایی شده در گروه کانونی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و پس از مذاقه نهایی شده است.

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

با توجه به هدف تحقیق مبنی بر شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، به‌جای استفاده از روش‌های کمی معمول، از روش کیفی برای انجام تحقیق استفاده شد. عمده دلیل استفاده از روش کیفی در این پژوهش، عدم دسترسی به صورت‌های مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح بوده است. از این‌رو، به روش مطالعات کتابخانه‌ای و با تکیه بر روش تحلیل محتوا، مبانی نظری تحلیل و مولفه‌های مورد نظر جمع‌آوری شد. مراحل اصلی کدگذاری در تئوری داده بنیاد شامل: ۱. کدگذاری باز؛ ۲. کدگذاری محوری؛ ۳. کدگذاری انتخابی است. محقق بعد از هر مصاحبه، متون را از مصاحبه‌ها استخراج و کدگذاری کرده است. سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی بر روی داده‌ها انجام شد. به این منظور ابتدا داده‌ها خط به خط خوانده و کدهای باز (که همان مقالات برگرفته از ادبیات تحقیق است) استخراج گردید. کدهای حاصل در اختیار خبرگان قرار گرفته، مقایسه و کدهایی که از نظر مفهومی شبیه یکدیگر بودند در یک طبقه جای می‌گرفتند و به تدریج طبقات شکل می‌گرفت. طبقات نیز با یکدیگر مقایسه شده و در صورت نیاز با یکدیگر ادغام و یا برخی از موارد یک طبقه به دو یا چند طبقه دیگر تفکیک می‌شد و یا محل کد از یک طبقه به طبقه دیگر تغییر پیدا می‌کرد تا در نهایت طبقه محوری به دست آمد. کدگذاری انتخابی نیز ارتباط طبقات را با یکدیگر آشکار کرد.

۴-۱. کدگذاری باز

این مرحله بعد از مطالعه ادبیات پژوهش، تدوین پرسشنامه طی پروتکل مصاحبه و شناسایی مولفه‌ها در گروه کانونی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و پس از مذاقه نهایی شده است. محقق بعد از نوشتن متن مصاحبه و ارسال آن به فرد مصاحبه شونده و تایید آن شروع به کدگذاری کرده است. بدین ترتیب که متن مصاحبه چندین بار مورد مطالعه قرار گرفت و پس از آن با توجه به نکات بیان شده در خصوص ادبیات پژوهش و عوامل مستخرج، کدها استخراج شد.

پس از خواندن و مرور متن مصاحبه به هر جمله یا مطلب کلیدی عنوانی داده شده است که این کد یا عیناً از متن مصاحبه بوده است یا از مطالبی که در ذهن محقق پس از مرور جامع ادبیات موجود مرتبط با عنوان تحقیق، بدست آمده است.

در جدول شماره (۱) فهرست منابع مرتبط با موضوع پژوهش که محقق از آنها برای استخراج گویه‌های اولیه استفاده کرده، ارائه شده است.

جدول شماره (۱) فهرست منابع مرتبط با موضوع پژوهش جهت استخراج گویه‌های اولیه

ردیف	منبع/نویسنده/تاریخ انتشار	ردیف	منبع/نویسنده/تاریخ انتشار
۱	بدهی‌های صریح دولت چین: چه مقدار؟ لی و لین، ۲۰۱۸	۱۶	صندوق‌های بازنشستگی عمومی چگونه سرمایه‌گذاری می‌کنند؟ از دارایی‌های محلی به سمت دارایی‌های جهانی، هنتو و همکاران، ۲۰۱۸
۲	تأثیر کلان اقتصادی نرخ مشارکت (حق بیمه) و مزایای تأمین اجتماعی. گچرت و همکاران، ۲۰۲۰	۱۷	اصلاحات گسترده صندوق بازنشستگی در جمهوری چک: ایجاد سیستم سه قطبی. بتی و هایلچووا، ۲۰۱۲
۳	نرخ حق بیمه‌های تأمین اجتماعی و چرخه تجاری. الموسا و همکاران، ۲۰۲۰	۱۸	تخصیص دارایی صندوق‌های بازنشستگی و سن مشارکت‌کنندگان: آزمون مدل چرخه عمر. بیکر و همکاران، ۲۰۰۹
۴	صندوق‌های بازنشستگی و توسعه بازار سهام در کشورهای OECD: شواهدی از مدل خودرگرسیون برداری پنل. بابالوس و استورونیناییس، ۲۰۱۹	۱۹	قوانین صندوق‌های بازنشستگی: تناقض‌های کنترل ریسک. کادونی و همکاران، ۲۰۱۷
۵	تخمین تأثیر مدیریت فعال و سهام شرکت‌های خصوصی بر صندوق‌های بازنشستگی با مزایای معین. دویله و همکاران، ۲۰۲۰	۲۰	بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی ایران. رستمی و بادینی، ۱۳۹۸
۶	مدلسازی ریاضی عملکرد صندوق‌های بازنشستگی جهت ارزیابی پایداری مالی آنها. بلیتسکی و لپسکایا، ۲۰۱۹	۲۱	بررسی چالش‌های صندوق بازنشستگی و ارائه راهکارهای عملی. یوسفی قلعه رودخانی، ۱۳۹۶
۷	رویکرد شبکه‌ای پیچیده به صندوق‌های بازنشستگی. دی آرکانجلیس و همکاران، ۲۰۱۹	۲۲	ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و راهکارهایی برای استحکام بخشی آن در جمهوری اسلامی ایران. حسینی و ادبی، ۱۳۹۷
۸	صندوق‌های بازنشستگی دولتی و مسئولیت اجتماعی شرکتی: آیا ارزش‌های سیاسی ذینفعان تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را متأثر می‌کند؟	۲۳	آسیب‌شناسی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح؛ ارائه سیستم حساب‌های شخصی به منظور تأمین پایداری مالی صندوق. ادبی و کریمی، ۱۳۹۷

ردیف	منبع/نویسنده/تاریخ انتشار	ردیف	منبع/نویسنده/تاریخ انتشار
	هوپنر و اسکوپول، ۲۰۱۸		
۹	صندوق‌های بازنشستگی عمومی به عنوان مشارکت‌کنندگان در فرآیند سرمایه‌گذاری و مسئولیت اجتماعی آنها. والیشینا و والیشین، ۲۰۲۱	۲۴	مدیریت دارایی و بدهی در صندوق‌های بازنشستگی با رویکرد سیستمی در محیط فازی. ایزدبخش و همکاران، ۱۳۹۶
۱۰	مدلی پویا برای مدیریت صندوق‌های بازنشستگی. بولیر و همکاران، ۱۹۹۶	۲۵	بررسی بازار سرمایه ایران و تعیین عوامل تاثیرگذار بر بازدهی سالانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۲
۱۱	استراتژی سرمایه‌گذاری ترکیبی دومرحله‌ای برای صندوق‌های بازنشستگی. پانگونچلی و همکاران، ۲۰۱۷	۲۶	بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری. رستمی و حبیب‌نژاد، ۱۳۹۶
۱۲	روابط بین صندوق‌های بازنشستگی و بازار سهام: آیا پیر شدن جمعیت اروپا بر آن اثرگذار است؟ آلد، ۲۰۱۶	۲۷	عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته. عزیزبوی و شریف‌فر، ۱۳۹۲
۱۳	مدل‌سازی پویا و راه‌حلی برای مشکل صندوق‌های بازنشستگی. القومی و همکاران، ۲۰۱۹	۲۸	اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل تلفیقی QFD و AHP در محیط فازی، قاضی‌فرد و همکاران، ۱۳۹۱
۱۴	چارچوب مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی پیتر، ۲۰۱۹	۲۹	عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، سعیدی و همکاران، ۱۳۸۹
۱۵	از سیاست دو فرزندى منتخب تا سیاست دوفرزندى همگانی: آیا بحران پرداخت نظام بازنشستگی چین حل خواهد شد؟ ژنگ و همکاران، ۲۰۱۷	۳۰	اجزا و الزام‌های تهیه سند سیاست سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی با ارائه موارد نمونه از این سند در سایر صندوق‌ها، فلاح زیارانی، ۱۳۹۶

منبع: یافته‌های پژوهش

کدگذاری ثانویه و شکل‌دهی به مقولات: در مرحله بعد کدهای اولیه (به علت تعداد فراوان آن‌ها) به کدهای ثانویه تبدیل می‌شوند. چند کد ثانویه تبدیل به یک کد مفهومی می‌شود. همانطور که قبلاً نیز مطرح شد، جامعه آماری این تحقیق کلیه متخصصین و خبرگانی بود که در حوزه مالی و مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار مالی کشور سابقه حداقل پنج ساله داشتند که از بین آن‌ها نمونه‌ای به حجم ۱۰ نفر و با روش نمونه‌گیری قضاوتی (هدفمند- گلوله برفی) برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات انتخاب شد. ۴۲ گویه استخراج شده طی یک پرسشنامه اولیه، در گروه کانونی به رای گذارده شد. با بررسی مجدد و پالایش بیشتر مولفه‌ها در گروه ده نفره از خبرگان، تلاش شد که مولفه‌ها، به اندازه کافی مجزا، غیرتکراری و کلان باشند تا

مجموعه ایده‌های خبرگان و مولفه‌های مطرح شده در بخش‌های مختلف متون را دربرگیرند. در ادامه از اندیس جاکارد یا ضریب شباهت جاکارد^۱ که معیاری برای مقایسه شباهت یا تفاوت مجموعه نمونه‌های آماری است بهره گرفته شد تا مشابهت مصاحبه‌ها از لحاظ شباهت کدها بررسی شود که به منظور بررسی شباهت گوئی‌های شناسایی شده جهت ادغام یا تفکیک مولفه‌ها مورد استفاده قرار گرفت. همچنین از ضریب همبستگی پیرسون به منظور شناسایی تشابه لغات و عبارات موجود بین مولفه‌ها استفاده شد.

در جدول زیر نتایج کدگذاری باز براساس کد ثانویه، کدهای مفهومی و مقولات ارائه شده است. کدگذاری ثانویه و شکل‌دهی مفهومی و مقولات در جدول شماره (۲) نشان داده شده است.

جدول شماره (۲) کدگذاری ثانویه و شکل‌دهی کدهای مفهومی و مقولات

ردیف	نام مولفه	شماره ردیف مقاله	فراوانی
۱	پایداری مالی	۱-۳-۶-۸-۹-۱۲-۱۳-۱۵-۱۶-۱۸-۲۰-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴	۱۷
۲	تعهدات دولت	۱-۱۶-۲۰-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴-۲۶	۸
۳	نرخ حق بیمه	۱-۲-۳-۶-۹-۱۰-۱۳-۱۷-۲۰-۲۲-۲۳-۲۴-۳۰	۱۴
۴	شیوه پرداخت مستمری	۱-۲-۶-۷-۹-۱۱-۱۷-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴-۳۰	۱۲
۵	اصلاحات نظام	۱-۲۱-۲۲	۳
۶	نرخ جایگزینی	۱-۱۳-۱۹-۲۱-۲۳-۲۴	۶
۷	سن بازنشستگی	۱-۶-۱۹-۲۱-۲۲-۲۳	۶
۸	منابع مالی صندوق	۱-۴-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۳-۱۴-۱۵-۱۶-۱۷-۲۰-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴-۲۵-۲۶-۲۸-۲۹-۳۰	۱۴
۹	کنترل و ارزیابی	۱-۵-۷-۸-۱۱-۱۴-۱۶-۱۹-۲۰-۲۱-۲۴-۲۵-۲۶-۳۰	۱۴
۱۰	ریسک	۱-۴-۵-۷-۸-۹-۱۰-۱۲-۱۶-۱۸-۱۹-۲۰-۲۲-۲۳-۲۴-۲۵-۲۶-۲۷-۲۹-۳۰	۱۹
۱۱	قوانین و مقررات	۲-۵-۷-۸-۹-۱۱-۱۳-۱۵-۱۶-۱۷-۱۹-۲۰-۲۱-۲۴-۲۶-۳۰	۱۴
۱۲	عوامل کلان	۲-۳-۴-۶-۸-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳-۱۵-۱۶-۱۷-۲۰-۲۱-۲۳-۲۴-۲۶-۲۸	۱۸
۱۳	نرخ مالیات	۳-۱۷	۲
۱۴	تورم	۳-۶-۸-۱۰-۱۱-۱۳-۱۸-۲۱-۲۴-۲۶-۲۸	۱۱
۱۵	دستمزد	۳-۶	۲
۱۶	حداکثر درآمد مشمول مالیات	۳	۱
۱۷	افق زمانی سرمایه‌گذاری	۴-۶-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۲۰-۲۱	۱۰
۱۸	تنوع دارایی	۴-۷-۱۱-۱۶-۱۷-۱۸-۲۰-۲۲-۲۳-۲۴-۲۵-۲۶-۲۹-۳۰	۱۳
۱۹	نرخ بازده	۴-۵-۶-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۶-۲۰-۲۲-۲۴-۲۵-۲۶-۲۷-۲۹	۱۵
۲۰	تعهدات صندوق	۴-۶-۷-۸-۹-۱۵-۱۶-۲۰-۲۲-۲۴-۲۹-۳۰	۱۲

^۱ aaccaddbooooffeeent

ردیف	نام مولفه	شماره ردیف مقاله	فراوانی
۲۱	مدیریت صندوق	۵-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳-۱۴-۱۷-۱۹-۲۰-۲۱-۲۴-۲۵	۱۹
		۲۶-۲۷-۲۸-۲۹-۳۰	
۲۲	سیاست تخصیص دارایی	۵-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۲-۱۴-۱۶-۱۸-۲۰-۲۴-۲۶-۲۹-۳۰	۱۴
۲۳	بازده صندوق	۵-۹-۱۰-۱۳-۱۶-۲۰-۲۱-۲۴-۲۵-۲۹-۳۰	۱۲
۲۴	عوامل جمعیت‌شناختی	۶-۷-۹-۱۱-۱۲-۱۳-۱۵-۱۶-۱۸-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴	۱۳
۲۵	تعداد اعضای صندوق	۶	۱
۲۶	حقوق بازنشستگی	۶-۹-۱۰-۱۲-۱۳-۲۳	۶
۲۷	نرخ پوشش	۶-۷-۲۰-۲۱-۲۴	۵
۲۸	نرخ رشد حقوق	۶-۱۰-۱۳-۲۱-۲۴	۵
۲۹	محدودیت سرمایه‌گذاری	۷-۱۶-۱۷-۱۹-۲۰-۲۶	۶
۳۰	دوره بلوغ صندوق	۷-۸-۹-۱۶-۱۸-۲۰-۲۴-۲۶-۲۷-۲۹-۳۰	۱۱
۳۱	نقدشوندگی	۷-۸-۱۲-۱۳-۱۶-۲۰-۲۲-۲۴-۲۵-۲۶-۲۷-۲۹-۳۰	۱۳
۳۲	کارایی بازار	۷-۱۰-۱۲-۲۰-۲۸	۵
۳۳	نسبت پشتیبانی	۸-۹-۱۳-۱۹-۲۱-۲۲-۲۳-۲۴	۸
۳۴	عوامل سیاسی	۸-۱۰-۱۶-۲۴-۲۶	۵
۳۵	مداخلات دولت	۹-۱۵-۱۶-۱۷-۲۰-۲۲-۲۶	۷
۳۶	توانایی مالی مشارکت کنندگان	۹	۱
۳۷	ساختار صندوق	۱۴-۱۷-۲۲-۲۴-۲۸	۵
۳۸	فناوری اطلاعات	۱۴	۱
۳۹	عمق بازار	۱۶-۲۰-۲۶	۳
۴۰	سرمایه‌گذاری خارجی	۱۶-۱۷-۲۰-۲۶	۴
۴۱	تعداد مستمری‌بگیران	۲۳	۱
۴۲	نرخ بیکاری	۱۳-۲۴	۱

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از تعیین طبقه‌های فرعی، مرحله ساخت طبقات اصلی بوده است و از آنجاییکه تعداد کل شواهد (نکات کلیدی و پرتکرار) و مفاهیم زیاد بود، پس از توزیع چند باره پرسشنامه اولیه از مجموع کدهای به دست آمده ۳۰ مفهوم در پنج مقوله عوامل مرتبط با ساختار صندوق، عوامل مرتبط با مدیریت صندوق، عوامل مرتبط با بازار مالی کشور، قوانین و مقررات و عوامل کلان دسته‌بندی شدند که در جدول شماره (۳) قابل ملاحظه است.

جدول شماره (۳) کدگذاری ثانویه و شکل دهی کدهای مفهومی و مقولات

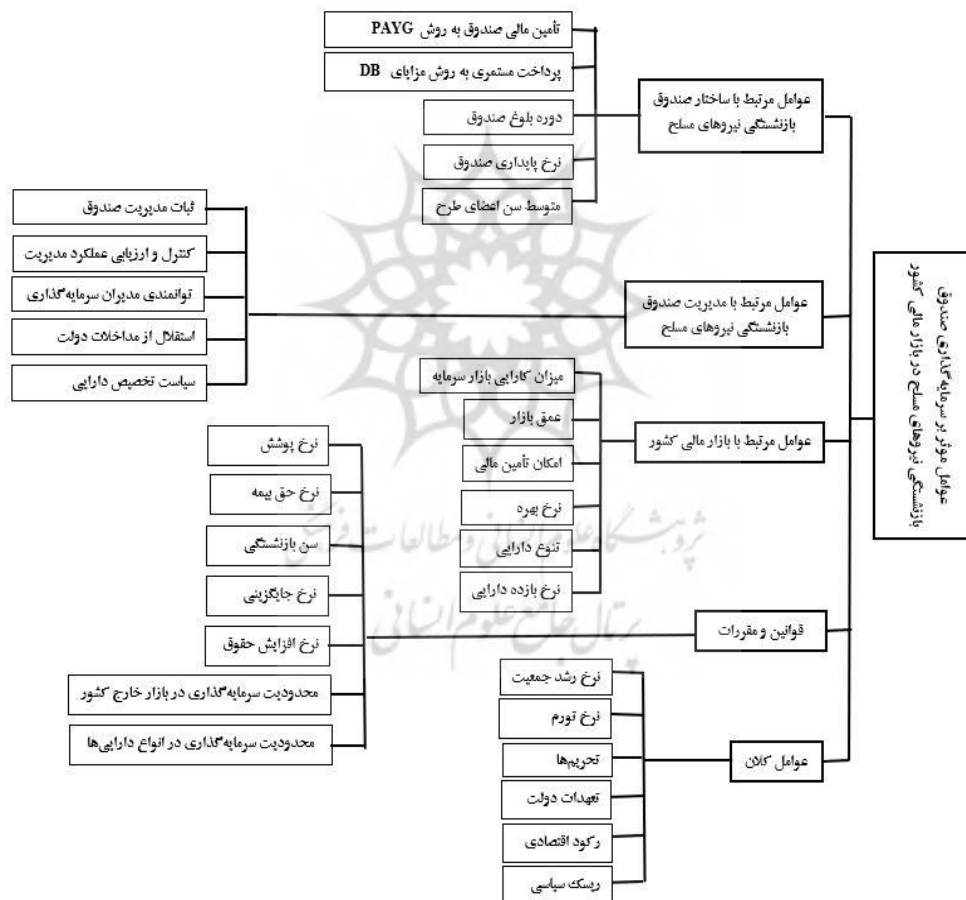
ردیف	طبقه عامل	عامل شناسایی شده	شرح عامل
۱	عوامل مرتبط با ساختار صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح	تأمین مالی صندوق به روش PAYG	حق بیمه از شاغلین دریافت و در همان دوره به مستمری بگیران پرداخت می شود بدون امکان ذخیره حق بیمه ها برای سرمایه گذاری.
۲		پرداخت مستمری به روش مزایای معین DB	مقدار مزایای پرداختی صندوق به مستمری بگیران از قبل تعیین شده است که تعهداتی قطعی برای صندوق به وجود می آورد.
۳		دوره بلوغ صندوق	سررسید تعهدات صندوق فرا رسیده و صندوق در حال پرداخت مستمری به بازنشستگان است (صندوق فرصتی برای پس انداز حق بیمه های دریافتی ندارد)
۴		نرخ پایداری صندوق	مقدار پوشش تعهدات صندوق از محل دارایی های آن که هر چه بیشتر باشد، وضعیت صندوق پایدارتر است.
۵		نسبت پشتیبانی	به ازاء هر مستمری بگیر، چند شاغل حق بیمه پرداخت می کنند؟ این نسبت هر چقدر بیشتر باشد، منابع مالی صندوق جهت پوشش تعهدات بیشتر است.
۶		متوسط سن اعضای طرح	هر چه متوسط سن اعضای طرح بیشتر باشد، سررسید تعهدات صندوق نزدیک تر خواهد بود چرا که تعداد افراد بیشتری در مرحله بازنشستگی هستند.
۷	عوامل مرتبط با مدیریت صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح	ثبات مدیریت صندوق	هر مدیر به طور متوسط چند سال فرصت مدیریت صندوق بازنشستگی را یافته است و تغییرات مدیریتی صندوق چه مقدار بوده است؟
۸		کنترل و ارزیابی عملکرد مدیریت	عملکرد مدیران صندوق براساس چه معیارهایی ارزیابی می شود و آیا کنترل و نظارتی بر مدیریت صندوق ها وجود دارد؟
۹		توانمندی مدیران سرمایه گذاری	مدیران صندوق براساس چه معیارهایی انتخاب می شوند و آیا تخصص آنها یا شرح شغل مدیریت صندوق بازنشستگی هم خوانی دارد؟
۱۰		استقلال از مداخلات دولت	تغییرات سیاسی در کشور هم چون انتخابات ریاست جمهوری بر انتصاب مدیران جدید در صندوق اثرگذار است؟ مدیران صندوق تا چه حد باید سیاست های دولت ها را پیاده کنند؟
۱۱		سیاست تخصیص دارایی	آیا سیاستی مدون برای تخصیص دارایی های صندوق در اوراق مشارکت، سهام، گواهی سپرده و ... وجود دارد یا بسته به نظر مدیران صندوق متغیر است؟
۱۲	عوامل مرتبط با بازار مالی کشور	میزان کارایی بازار سرمایه	بازار سرمایه تا چه حد به تخصیص بهینه منابع صندوق و امکان نقدشوندگی و کشف عادلانه قیمت دارایی های آن کمک می کند؟
۱۳		عمق بازار	در صورت نیاز صندوق به فروش دارایی در بازار، تا چه حد چنین اقدامی بدون اثرگذاری بر قیمت ها و با سرعت بالا امکان پذیر است؟

امکان عرضه سهام شرکت‌های زیرمجموعه صندوق بازنشستگی در بازار سهام و امکان اخذ تسهیلات از بازار پول	امکان تأمین مالی	۱۴
نرخ سود بانکی سپرده‌های بانکی و یا نرخ سود اوراق مشارکت چه مقدار است (نرخ سود دارایی‌ها با درآمد ثابت)؟	نرخ بهره	۱۵
بازار مالی کشور تا چه حد طیفی وسیعی از دارایی‌های متنوع جهت سرمایه‌گذاری، در مقابل مدیران صندوق قرار می‌دهد؟	تنوع دارایی	۱۶
متوسط نرخ بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بازار مالی کشور چقدر است؟	نرخ بازده دارایی	۱۷
صندوق‌های بازنشستگی موظف به پوشش شاغلین با چه شرایطی هستند؟ شرایط پذیرش سخت‌تر، امکان ورود به صندوق و تحت پوشش بودن دشوارتر	نرخ پوشش	۱۸
سهام شاغل، کارفرما و دولت در پرداخت حق بیمه چه مقدار تعیین شده‌است؟	نرخ حق بیمه	۱۹
تغییر سن بازنشستگی مردان (۶۰) و زنان (۵۵) چه مقدار بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی اثرگذار است؟	سن بازنشستگی	۲۰
شاغلین پس از بازنشستگی، چند درصد از آخرین حقوق دریافتی خود را، به عنوان مستمری در دوره بازنشستگی دریافت می‌کنند؟	نرخ جایگزینی	۲۱
حقوق شاغلین و مستمری‌بگیران در هر سال چند درصد افزایش می‌یابد؟	نرخ افزایش حقوق	۲۲
آیا صندوق‌ها می‌توانند آزرده در بازارهای خارجی سرمایه‌گذاری کنند و یا با محدودیت قانونی در این زمینه مواجهند؟	محدودیت سرمایه‌گذاری در بازار خارج کشور	۲۳
آیا صندوق‌های بازنشستگی در انتخاب مقدار انواع دارایی (سهام، اوراق مشارکت، سپرده بانکی و...) در سبد خود آزادند و یا با محدودیت مواجهند؟	محدودیت سرمایه‌گذاری در انواع دارایی‌ها	۲۴
تبدیل زادوولد زیاد-مرگ و میر زیاد به زادوولد کم- مرگ و میر کم، تا چه حد منابع و تعهدات صندوق بازنشستگی را متأثر می‌کند؟	نرخ رشد جمعیت	۲۵
تأثیر تورم بر دارایی‌ها و تعهدات صندوق چه اندازه است و آیا صندوق می‌تواند بیش از نرخ تورم سالانه، بازدهی کسب نماید؟	نرخ تورم	۲۶
تحریم‌ها با ممانعت از دادوستد تجاری و ورود ارز به کشور و افت ارزش پول ملی چه اندازه دارایی‌ها و تعهدات صندوق‌های بازنشستگی را متأثر می‌کند؟	تحریم‌ها	۲۷
تأثیر تعهدات دولت در قبال صندوق‌های بازنشستگی (از مطالبات صندوق‌ها از دولت گرفته تا الزام قانونی دولت به تأمین اجتماعی در نقش تضامنی)	تعهدات دولت	۲۸

رشد اقتصادی منفی کشور، رشد بیکاری، کاهش قدرت اقتصادی دولت در ایفای تعهدات و افت بازده سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در بازار مالی کشور	رکود اقتصادی	۲۹
احتمال رخداد‌های سیاسی همچون جنگ، سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی (نیروهای مسلح) را متأثر می‌کند؟	ریسک سیاسی	۳۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نهایتاً عوامل تاثیرگذار بر سبب سرمایه‌گذاری بهینه صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، توسط محقق در نزدیک‌ترین طبقات مفهومی دسته‌بندی شده‌اند. در نمودار شماره (۱) به تشکیل سلسله مراتب عوامل شناسایی شده به عنوان نخستین گام از تحلیل سلسله مراتبی پرداخته‌ایم.



نمودار شماره (۱) مولفه‌های مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح در بازار مالی کشور

منبع: نگارندگان پژوهش

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش با استفاده از شیوه تحلیل محتوا به شناسایی مولفه‌های مؤثر بر سرمایه‌گذاری صندوق باز شد سستی نیروهای مسلح پرداختیم. یافته‌ها به شناسایی ۳۰ مولفه تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح منتج شد که در پنج دسته اصلی عوامل مرتبط با ساختار صندوق، عوامل مرتبط با مدیریت صندوق، عوامل مرتبط با بازار مالی کشور، عوامل مرتبط با قوانین و مقررات و عوامل کلان دسته‌بندی شدند.

ساختار صندوق خود، متشکل از مهمترین عوامل در حوزه سرمایه‌گذاری صندوق بوده است چرا که منابع مالی و مصارف صندوق عمدتاً متأثر از آنهاست و به پایداری مالی صندوق یا کسری منابع می‌انجامد. شیوه تأمین مالی، شیوه پرداخت مستمری، دوره بلوغ صندوق، نرخ پایداری آن و متوسط سن اعضای صندوق همگی در دسته‌ای اصلی با عنوان ساختار صندوق طبقه‌بندی شدند. هم‌اکنون تأمین مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح به روش بدون اندخته (PAYG) و روش پرداخت مستمری مزایای معین (DB) است که هر دو روش شیوه منسوخ در صندوق‌های بازنشستگی پیشرو در دنیا بوده و تأثیری نامطلوب بر نرخ پایداری صندوق داشته است چرا که تعهداتی قطعی بدون سرمایه‌گذاری اندوخته‌های پیشین صندوق، آن را شدیداً به بودجه دولت وابسته کرده است. متوسط سن اعضای صندوق نیز مجالی برای اندوخته‌گذاری عایدات نگذاشته و در واقع صندوق در دوره بلوغ خود به سر می‌برد که به معنای سررسید شدن دوره ایفای تعهدات در قبال بازنشستگان است.

مدیریت به عنوان پاشنه آشیل سازمان‌های کشور در عملکرد صندوق نیز ضعیف بوده است. مدیران صندوق یا تخصص و توانمندی لازم جهت مدیریت دارایی‌ها و منابع صندوق را ندارند و یا به دلیل وابستگی بودجه‌ای به دولت از مداخلات دولت مستقل نیستند. همچنین عدم وجود ثبات در مدیریت صندوق و نیز عدم تنظیم سیاستی مدون جهت تخصیص دارایی‌ها، صندوق‌ها را مدام در معرض سیاست‌هایی توأم با آزمون و خطا قرار می‌دهد. عدم کنترل و ارزیابی عملکرد مدیریت صندوق نیز بر این بحران افزوده و هزینه‌های اتخاذ سیاست‌هایی نادرست را بر مدیران دارای اختیار مشخص نمی‌سازد. از این رو می‌بایست پارامترهایی جهت کنترل و ارزیابی مدیران صندوق تعریف شود تا خود را در قبال تصمیمات سرمایه‌گذاری در صندوق، مسئول یابند.

در حوزه قوانین و مقررات، مجلس و دولت با تصویب قوانین و ارائه لوایح می‌توانند نرخ پوشش صندوق، نرخ حق بیمه پرداختی توسط کارگر و کارفرما، سن بازنشستگی اعضای صندوق، نرخ جایگزینی دستمزد و نیز نرخ افزایش حقوق کارمندان و مستمری‌بگیران را تغییر دهند. همچنین محدودیت‌هایی در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق در انواع دارایی‌ها و نیز در بازار خارج از کشور اعمال کنند.

شناسایی مولفه‌های مؤثر بر صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح به منظور سرمایه‌گذاری مطلوب صندوق در بازار مالی کشور صورت پذیرفته است. به علت ماهیت بلندمدت فعالیت‌های طرح‌های بازنشستگی و امکان انباشت دارایی این طرح‌ها در بازار مالی، طرح‌های بازنشستگی به‌عنوان یکی از فعالان اصلی بازارهای مالی

مطرح می‌شوند. حجم زیاد منابع در اختیار، روش مدیریت پرتفوی طرح‌های بازنشستگی^۱ را کاملاً از بسیاری از سرمایه‌گذاران بازار مالی متمایز می‌کند (فلاح، ۱۳۹۶). وجود بازار سرمایه کارا در کشور به تخصیص بهینه منابع صندوق و امکان نقدشوندگی و کشف عادلانه قیمت دارایی‌های آن کمک می‌کند. متأسفانه بازار سرمایه کشور از کارایی تخصیصی، عملیاتی و اطلاعاتی اندکی برخوردار است و فعالیت صندوق‌های بازنشستگی در بازار با توجه به حجم دارایی‌هایشان می‌تواند بر جریان بازار اثرگذار باشد. آنچه هم‌اکنون در بازار سرمایه شاهد بوده‌ایم، پذیرش و عرضه سهام شرکت‌های زیرمجموعه صندوق بازنشستگی کشور جهت تأمین مالی بوده است که چنین تجربه‌ای برای صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نیز امکان‌پذیر است. از سوی دیگر شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌بایست به تعریف ابزارهای نوین مالی اقدام نماید تا جوابگوی تعهدات فراوان صندوق‌های بازنشستگی باشند. وجود دارایی‌های متنوع جهت سرمایه‌گذاری در بازار مالی کشور ریسک عدم ایفای تعهدات کوتاه‌مدت توسط صندوق‌ها را نیز حداقل خواهد ساخت.

نهایتاً، صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح سیستمی ایزوله و جدای از محیط کلان خود نیست. مهمترین عوامل کلان شناسایی شده در این پژوهش عبارتند از نرخ رشد جمعیت، نرخ تورم، تحریم‌ها، تعهدات دولت، رکود اقتصادی و ریسک سیاسی. از این‌رو در مقابل عوامل کلان محیطی نمی‌بایست منفعلانه برخورد شود.



¹ Pension Plans

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ادبی فیروزجائی، باقر (۱۳۹۶). چالش‌ها و راهکارهای صندوق‌های بازنشستگی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، فصلنامه اقتصاد دفاع، دوره ۲، شماره ۶، ص ۳۰-۱۱.
- ادبی فیروزجائی، باقر و کریمی، بهنام (۱۳۹۷). آسیب‌شناسی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح؛ ارائه سیستم حساب‌های شخصی به منظور تأمین پایداری مالی صندوق، فصلنامه اقتصاد دفاع، دوره ۳، شماره ۹، ص ۸۴-۵۹.
- اسکندری، حمید؛ پیرایش، حسین و باطبی، سولماز (۱۳۹۴). مطالعه سازوکار صندوق‌های بازنشستگی اختیاری. https://tse.ir/pages/Files/Peyvast/pf_195.pdf.
- رستمی، مرتضی و حبیب‌نژاد، سید احمد (۱۳۹۶). بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری، حقوق خصوصی، دوره ۹، شماره ۱، ص ۹۵-۱۱۵.
- رسولی، ابراهیم (۱۳۹۴). مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری معلمان در کشورهای ایران، آمریکا و کانادا، موسسه صندوق ذخیره فرهنگیان.
- رسولیان، محسن (۱۳۹۶). بررسی و برآورد وضعیت معیشت بازنشستگان نیروهای مسلح در افق ۱۴۰۴، فصلنامه مدیریت نظامی، دوره ۱۷، شماره ۶۵، ص ۷۴-۱۰۵.
- زوز، بهروز (۱۳۹۶). صندوق‌های بازنشستگی ایران در گذر زمان؛ با تأکید بر سازمان تأمین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری، ناشر: طرح نقد. ص ۵۱۴-۱.
- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴). مجلس شورای اسلامی. <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/97786>
- یوسفی قلعه رودخانی، محمدعلی (۱۳۹۶). بررسی چالش‌های صندوق بازنشستگی و ارائه راهکارهای عملی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، ص ۹۵-۱۱۱.

منابع لاتین

- Babalos, V., & Stavroyiannis, S. (2019). Pension funds and stock market development in OECD countries: Novel evidence from a panel VAR. *Finance Research Letters*, 34(2), 21-48.
- Belolipetskii, A. A., & Lepskaya, M. A. (2019). Mathematical Modeling of the Operation of Pension Funds in Order to Assess Their Sustainability. *Systems Analysis And Operations Research*. 21(3), 415-424.
- Beauchamp, A., & Wagner, M. (2020). Is there adverse selection in the U.S. social security system? *Economics Letters*, 189(1), 37-50.

- Bodie. Z. (1990). Pension Funds and Financial Innovation. *Financial Management*. 19(3), 11-22.
- Cadoni, M., Melis, R. & Trudda, A. (2017). Pension funds rules: paradoxes in risk control. *Finance Research Letters*, 22, 20-29.
- Doyle, J., Eades, K., & Marshall, B. (2020). Estimating the effect of active management and private equity for defined benefit pension funds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 78(2), 1-9.
- Elgoumi, B., Elkhomssi, M., & Alaoui, A. J. (2019). *Dynamic modeling and resolution of the pension fund problem*. 2nd International Conference on Applied Mathematics. 21(2), 1-9.
- Gechert, S., Paetz, C., & Villanueva, P. (2020). The Macroeconomic Effects of Social Security Contributions and Benefits, *Journal of Monetary Economics*, 117(6), 1-22.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2020). Pension Markets in Focus 2020. <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/globalpensionstatistics.htm>.
- Pagnoncelli, B., Cifuentes, A., & Denis, G. (2017). A two-step hybrid investment strategy for pension funds. *North American Journal of Economics and Finance*, 42, 574- 583.
- Saaty, T. L. (1994). *Fundamentals of decision making and priority theory with the analytical hierarchy process*. RWS Publications.

Identifying the Factors Influencing the Investment Return of the Armed Forces' Pension Fund in the Iranian Financial Market

Bagher Adabi Firouzjaei¹
Yashar Dindar Kaleh sar^{2*}

Abstract

The return on social security funds investments _ like any other type of investment _ is subject to the factors that govern risk and return. Therefore, if investments are made without taking proper precautions and foresight, it could result in negative returns, and thereby, the wastage of capital. Such errors can jeopardize the economic wellbeing and financial security of investors, who will be dependent on the proper functioning of the fund to fulfill their obligations after retirement. Therefore, the objective of the present study is to identify the factors affecting the investments of the rr Fcce PenmmF laa cc rrr ee ee sensitivities associated with access to information in this area, the paper relies on content analysis method and a focus group consisting of 10 experts (each of whom have had at least five years of investment experience in the Iranian financial market) to gather its data.

The paper identifies 30 main factors affecting investments, which were subsequently classified into five general categories: (1) the factors related to the structure of the fund, factors related to fund management, macro factors, regulations, and finally factors related to the country's financial market.

Keywords: Pension Funds, Financial market, Investment, Focus group.

¹ Assistant Professor, Department of Administrative Sciences & Economics, Faculty of Humanities and Sports, Gonbad kavous University, Golestan, Iran. (bagheradabi@gmail.com)

² M.A. in Business Administration, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. Corresponding Author. (y.dindar@ut.ac.ir)