



## A Survey of the Factors Influencing the Investment Decisions of the Iranian Armed Forces' Pension Fund

Hossein Takroosta<sup>1\*</sup>

1. Ph.D., Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Ferdowsi University of Mashhad, Khorasan Razavi, Iran. Corresponding Author. Email: [htakroosta@yahoo.com](mailto:htakroosta@yahoo.com)

### Article Info

**Article type:**  
Research Article

**Article history:**  
Received: 10-07-2022  
Accepted: 29-07-2022

**Keywords:**  
Armed Forces  
Pension Fund,  
Investment decisions,  
Investment  
management.

### Abstract

Considering the critical role of pension funds in safeguarding social security, as well as their standing as one of the most important social and economic institutions within economies, the investment performance of these institutions is vital for overcoming the financial crisis plaguing some of these funds currently, and thus, enhancing social welfare. This paper investigates the factors influencing the investment decisions of the Iranian Armed Forces Pension Fund. For this purpose, this paper first gathered the opinions of academic and executive experts, including board members of the subsidiary companies of the Iranian pension funds and academics working on pension funds' investments through conducting a questionnaire. Thereafter, Confirmatory Factor Analysis (CFA) was used to test the validity of the instruments, and Cronbach's alpha was calculated to assess the reliability of the questionnaire and its dimensions.

The results obtained point towards the critical role of five key factors including managerial, structural, laws and regulations, financial market conditions, as well as social and economic factors influencing the investment decisions of the Armed Forces Pension Funds. Furthermore, the paper finds that structural factors have more impact than other components under study.

**Cite this article:** Takroosta, H. (2022). A Survey of the Factors Influencing the Investment Decisions of the Iranian Armed Forces' Pension Fund. *Journal of Defense Economics*, 7 (23), 37-52.

 [20.1001.1.25382454.1401.7.23.2.6](https://doi.org/10.1001.1.25382454.1401.7.23.2.6)



© The Author(s) 2022. Published by Defense Economics Scientific Association of Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0 license)



## بررسی مؤلفه های تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح

حسین تک روستا<sup>\*۱</sup>

۱. دکترا، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، خراسان رضوی، ایران. نویسنده مسئول.  
رایانامه: [htakroosta@yahoo.com](mailto:htakroosta@yahoo.com)

### چکیده

امروزه صندوق های بازنشستگی به عنوان یکی از مهم ترین بخش های نظام تأمین اجتماعی و از مهم ترین نهادهای اجتماعی و اقتصادی کشورها محسوب شده و عملکرد سرمایه گذاری آنها در حل بحران مالی این صندوق ها و افزایش رفاه اجتماعی بسیار حیاتی است. هدف این پژوهش، دستیابی به مؤلفه های تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح است. برای دستیابی به این هدف، با استفاده از ابزار پرسشنامه، نظرات خبرگان علمی و اجرایی شامل اعضای هیأت مدیره شرکت های زیرمجموعه صندوق های بازنشستگی کشور و برخی از اساتید صاحب نظر در حوزه سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی جمع آوری و مورد تحلیل قرار گرفت. پس از جمع آوری داده ها، از تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش اعتبار ابزارها استفاده شد و به منظور ارزیابی پایایی پرسشنامه و ابعاد آن، مقدار آلفای کرونباخ محاسبه گردید. بر اساس نتایج این تحقیق، پنج مؤلفه شامل عوامل مدیریتی، عوامل ساختاری، قوانین و مقررات، وضعیت بازار مالی، و عوامل اجتماعی و اقتصادی بر تصمیمات سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح تأثیرگذار بوده و عوامل ساختاری، تأثیر بیشتری نسبت به سایر مؤلفه ها دارد.

### اطلاعات مقاله

نوع مقاله:  
مقاله علمی

### تاریخچه مقاله:

تاریخ ارسال: ۱۴۰۱/۰۴/۱۹  
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۰۷

### واژگان کلیدی:

صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، تصمیمات سرمایه گذاری، مدیریت سرمایه گذاری.

استناد به مقاله: تک روستا، حسین. (۱۴۰۱). بررسی مؤلفه های تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، فصلنامه اقتصاد دفاع، ۷(۲۳)، ۳۷-۵۲.



## ۱. مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی منابع اصلی درآمد بازنشستگی افراد در سراسر جهان هستند و از سوی دیگر، دارایی‌های این صندوق‌ها بخش مهمی از بازار مالی کشورها را تشکیل می‌دهند. اما در دهه‌های اخیر، شرایط بحران‌های اقتصادی و جمعیتی موجب ایجاد وضعیت بحرانی این صندوق‌ها شده است. بحران‌هایی نظیر بحران مالی، شرایط رکود اقتصادی و پیر شدن جمعیت، وضعیت نامناسبی را برای صندوق‌های بازنشستگی ایجاد کرده و تلاش‌های زیادی برای اصلاح ساختاری و مدیریتی این صندوق‌ها انجام شده است.

با وجود اصلاحات صورت گرفته در ساختار و مدیریت صندوق‌های بازنشستگی، وجود عدم تعادل مالی این صندوق‌ها یکی از مسائل مهم در کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران است. نگاهی به وضعیت تأمین منابع صندوق‌های بازنشستگی در کشور حاکی از آن است که اغلب این صندوق‌ها نظیر صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و صندوق بازنشستگی کشوری، به نحو چشمگیری برای ایفای تعهدات، به بودجه جاری دولت متکی بوده و این امر مانع از تحقق هدف تأمین معیشت و رفاه مطلوب جامعه تحت پوشش این صندوق‌ها می‌گردد.

بر اساس لوایح بودجه دولت در سال‌های اخیر، کمک دولت به پرداخت حقوق و مزایای بازنشستگان، وظیفه‌بگیران و مستمری‌بگیران دو صندوق بازنشستگی مهم کشور، مبالغ قابل توجهی بوده و علاوه بر آن، این کمک‌ها رشد قابل توجهی در سال‌های اخیر داشته است. به عنوان مثال، مجموع این دو ردیف بودجه در سال ۱۴۰۰، ۱۰۷۹ هزار میلیارد ریال بوده که در حدود ۱۲ درصد کل منابع عمومی بودجه کل کشور (۹۲۹۸ هزار میلیارد ریال) را در این سال تشکیل می‌دهد و این نشان‌دهنده ضعف شدید نظام بازنشستگی کشور در دستیابی به اهداف آن است (لایحه بودجه کشور، ۱۴۰۰).

این در حالی است که اگر وضعیت و عملکرد این صندوق‌ها بهتر بوده و می‌توانستند با وابستگی کمتری به دولت، رفاه اعضای خود را تأمین کنند، فشار بر بودجه دولتی و عوارض اجتماعی و اقتصادی ناشی از آن، کاهش می‌یافت و وضعیت رفاهی کل جامعه بهتر می‌شد. همچنین با توجه به روند افزایشی کمک دولت به این صندوق‌ها در سال‌های اخیر این خطر وجود دارد که پس از چند سال، حتی دولت هم توانایی پوشش تعهدات این صندوق‌ها را نداشته و نظام بازنشستگی با بن‌بست روبرو شود. با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری در تأمین مالی طرح‌های بازنشستگی و وضعیت مالی صندوق‌های بازنشستگی، ساختار و شیوه‌های مدیریت صندوق‌های بازنشستگی و نحوه اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در آنها تأثیر بسزایی در وضعیت مالی این صندوق‌ها و موفقیت نظام تأمین اجتماعی و همچنین رونق مالی و اقتصادی کل جامعه دارد.

بنابراین یکی از مهم‌ترین مسائل حوزه رفاه و تأمین اجتماعی، اصلاح و تقویت مدیریت سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی بوده و شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیمات و عملکرد سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها از اهمیت فراوانی در رفع یا کاهش عدم تعادل مالی آنها برخوردار است. لذا در این تحقیق، به بررسی عوامل و مؤلفه‌های مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین صندوق‌های بازنشستگی کشور (صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح) پرداخته می‌شود.

سوال اصلی این پژوهش این است که چه عوامل و مؤلفه‌هایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح موثر هستند؟ در این پژوهش، جهت تعیین مؤلفه‌های تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری، پرسشنامه‌ای بر مبنای مؤلفه‌های به دست آمده از ادبیات موضوع تنظیم گردیده و با استفاده از آن، نظرات برخی از خبرگان علمی و اجرایی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. در بخش دوم، چارچوب نظری پژوهش و در بخش سوم، روش پژوهش ارائه شده و در بخش‌های چهارم و پنجم، تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتیجه‌گیری انجام می‌شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. مبانی نظری پژوهش

عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تحت تأثیر عوامل درون‌بخشی و فرابخشی قرار دارد. عوامل درون‌بخشی مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی شامل عوامل ساختاری و عوامل مدیریتی، و عوامل فرابخشی شامل قوانین و مقررات، وضعیت بازارهای مالی و عوامل اجتماعی و اقتصادی هستند (صفرزاده، ۱۳۹۹: ۲۰-۱۹). بنابراین عوامل مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی را می‌توان به پنج دسته کلی عوامل مدیریتی، عوامل ساختاری، قوانین و مقررات، وضعیت بازارهای مالی و عوامل اجتماعی و اقتصادی تقسیم کرد.

### ۲-۱-۱. تأثیر عوامل مدیریتی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

تعیین یک سیاست سرمایه‌گذاری سنجیده از مهم‌ترین پیش‌نیازهای مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد. تصمیم‌گیری در مورد تخصیص دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی که بر اساس سیاست سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها انجام می‌شود، مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده بازدهی بلندمدت سبد دارایی آنها به‌شمار می‌رود. همچنین توانایی‌ها و قابلیت‌های مدیران در انتخاب دارایی‌های متنوع و ایجاد تغییرات مناسب در سبد دارایی در طول زمان، تأثیر بسزایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد (وانجیگو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴: ۱۷-۱۵).

انتخاب مدیران توانمند برای مدیریت بهینه سرمایه‌گذاری، نظارت مؤثر بر عملکرد مدیران و ثبات مدیریت صندوق تأثیر بسزایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد (اسکندری و همکاران، ۱۳۹۴). سالهاست که استفاده از مدیران تخصصی برای مدیریت هر یک از انواع دارایی‌ها به رویه‌ای اساسی در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کشورهای پیشرفته تبدیل شده و توانایی‌های مدیران به عنوان عاملی اساسی در عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در نظر گرفته می‌شود (پنگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸: ۱۳۸-۱۳۳). همچنین یکی دیگر از عوامل مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، استفاده از اصول و روش‌های علمی در تصمیم‌گیری‌های صندوق است. طراحی یک نظام بیمه‌ای اجتماعی به نحوی که تعادل

<sup>1</sup> Wanjiku

<sup>2</sup> Peng

بین منابع و مصارف آن برقرار باشد، نیازمند محاسبات پیچیده‌ای در خصوص چگونگی تنظیم پارامترهای مؤثر بر دریافت‌ها (نرخ حق بیمه، سقف حقوق و مزایا، مدت پرداخت حق بیمه و ...) و پرداخت‌ها (سن بازنشستگی، امید به زندگی، فرمول تعیین حقوق بازنشستگی و ...) با توجه به عوامل اقتصادی و اجتماعی می‌باشد. این موضوع نیازمند ارزیابی‌های مالی و محاسبات فنی دقیق و پیچیده است که تحت عنوان دانش بیمه‌ای<sup>۱</sup> در سازمان‌های بیمه‌های اجتماعی، مورد استفاده قرار می‌گیرد. اهمیت استفاده از محاسبات بیمه‌ای تا به حدی است که مقررات بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی در جهان آنها را ملزم به ملاحظه محاسبات بیمه‌ای در تصمیم‌گیری‌های صندوق نموده‌اند (اخوان بهبهانی، ۱۳۹۶).

## ۲-۱-۲. تأثیر عوامل ساختاری بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

متوسط سن اعضای طرح بازنشستگی که تعیین‌کننده زمان بلوغ صندوق (سررسید تعهدات صندوق) است و نسبت پشتیبانی صندوق‌های بازنشستگی (نسبت افراد شاغل به افراد بازنشسته) از ویژگی‌های ساختاری صندوق‌های بازنشستگی به شمار می‌رود که بر منابع و مصارف و عملکرد سرمایه‌گذاری آنها مؤثر می‌باشد. هر چه متوسط سن اعضا کمتر باشد، این افراد حق بیمه را در سال‌های بیشتری پرداخت کرده و دیرتر به بازنشستگی می‌رسند و این امر، زمینه سرمایه‌گذاری بیشتری را در دوره زمانی طولانی‌تری برای صندوق بازنشستگی فراهم می‌نماید. از این‌رو سن اعضا تأثیر قابل توجهی بر تخصیص دارایی‌ها و عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد (متیمبوا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

همچنین بخشی از ویژگی‌های ساختاری صندوق‌های بازنشستگی به نوع طرح‌های بازنشستگی آنها بستگی دارد. روش تأمین مالی و روش پرداخت مستمری در طرح‌های بازنشستگی، بخش مهمی از ساختار صندوق‌های بازنشستگی را تشکیل می‌دهد. تداوم سیستم بازنشستگی مزایای تعریف‌شده و بدون اندوخته در ایران از دلایل وضعیت نامطلوب صندوق‌های بازنشستگی در ایران است (میر و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین بخش مهم دیگری از ساختار صندوق‌های بازنشستگی به ساختار حکمرانی<sup>۳</sup> و ویژگی‌هایی نظیر شفافیت، افشای اطلاعات و پاسخ‌گویی صندوق‌های بازنشستگی و استقلال مدیریت آنها از دخالت‌های دولت مربوط می‌شود.

برخی از صاحب‌نظران، چالش اصلی عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی را چالش حکمرانی می‌دانند، به این معنا که عده‌ای (مدیران صندوق) قدرت تصمیم‌گیری درباره نحوه سرمایه‌گذاری و هزینه‌کرد پس‌انداز عده‌ای دیگر (اعضای صندوق) را دارند و لازم است با ایجاد ساز و کارهای مختلف که تحت عنوان حکمرانی شناخته می‌شود، اطمینان حاصل شود که تصمیمات آنها تأمین‌کننده منافع اعضای صندوق می‌باشد. تعیین رویه‌های انتخاب و عزل اعضای هیئت مدیره در راستای استقلال صندوق بازنشستگی از مداخله دولت، ایجاد شفافیت و افشای اطلاعات از طریق انتشار گزارش‌های عملکرد سالانه، تصمیم‌های هیئت مدیره و

<sup>1</sup> Actuarial

<sup>2</sup> Matimbwa

<sup>3</sup> Governance

گزارش‌های حسابرسی، و ایجاد یک ساز و کار نظارتی از ابزارهای حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی به‌شمار می‌رود (ابراهیم‌نژاد و کریمی، ۱۳۹۷).

### ۲-۱-۳. تأثیر قوانین و مقررات بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

چارچوب قانونی تأثیر بسزایی بر اندازه و عمق بازار سرمایه و عملکرد نهادهای مالی نظیر صندوق‌های بازنشستگی دارد (صفرزاده، ۱۳۹۹: ۲۴). بر اساس مطالعه آدنگو<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) تأثیر کیفیت نظام قانونی هر کشور بر تسهیل عملکرد مالی نهادهای تأمین سرمایه بیش از اندازه بازار سرمایه آنها است. همچنین بسیاری از قوانین و مقررات درباره پوشش شاغلین از سوی صندوق‌های بازنشستگی، نرخ حق بیمه، سن بازنشستگی، نرخ جایگزینی، نرخ افزایش حقوق سالانه شاغلین و مستمری‌گیران و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در انواع دارایی‌های داخلی و خارجی تأثیر بسزایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد. یکی از راهکارهای حل بحران مالی صندوق‌های بازنشستگی کشور، ایجاد زمینه‌های قانونی و اجرایی سرمایه‌گذاری آنها در خارج کشور است (رجبی و گرامی، ۱۳۹۶).

یکی از مسائل مهم در نظام بازنشستگی، بازنگري و ارتقای سطح مقررات‌گذاری و حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی است که تأثیر بسزایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد. صندوق‌های بازنشستگی مختلف در کشور نه تنها از قوانین یکسانی پیروی نمی‌کنند، بلکه در یک صندوق نیز قوانین متفاوتی بین گروه‌های مختلف وجود دارد و در عمل رویه واحدی در مقررات‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کشور وجود ندارد. در صورت تأسیس یک نهاد نظارتی مستقل در نظام بازنشستگی، این نهاد نظارتی می‌تواند با سیاست‌گذاری و ارتقای سطح مقررات‌گذاری در این حوزه و نظارت بر پایبندی صندوق‌های بازنشستگی به مقررات مربوط به ساختار و عملکرد طرح‌های بازنشستگی، تأثیر بسزایی بر ارتقای عملکرد نظام بازنشستگی داشته باشد (عباس‌نیا و همکاران، ۱۳۹۹).

### ۲-۱-۴. تأثیر وضعیت بازار مالی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

عدم تنوع در ابزارهای سرمایه‌گذاری یکی از محدودیت‌های اصلی سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی است. زیرا وقتی ابزارهای سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه متنوع نباشند، صندوق‌های بازنشستگی در تشکیل سبد دارایی بهینه خود با محدودیت جدی مواجه می‌شوند. یکی از موانع موفقیت صندوق‌های بازنشستگی، محدودیت و کم‌عمق بودن بازار سرمایه در ایران و فقدان سازوکارهای قانونی نظیر سرمایه‌گذاری خارجی برای برون‌رفت از این مساله است (رستمی و حبیب‌نژاد، ۱۳۹۶). علاوه بر این، وضعیت بازارهای مالی نظیر بازار سهام و بازار اوراق قرضه تأثیر بسزایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارند (چاونکوآ<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Adongo

<sup>2</sup> Chovancova

## ۲-۱-۵. تأثیر عوامل اجتماعی و اقتصادی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

یکی از پدیده‌های اجتماعی که پایداری صندوق‌های بازنشستگی اغلب کشورهای جهان را با تهدید مواجه کرده است، پدیده پیری جمعیت است. کاهش نرخ زاد و ولد و کاهش نرخ مرگ‌ومیر موجب بروز پدیده پیری جمعیت در اغلب کشورهای جهان شده است. کاهش جمعیت افراد جوان و به تبع آن، افراد شاغل، منابع صندوق‌های بازنشستگی را کاهش داده و از سوی دیگر، افزایش امید به زندگی موجب افزایش تعداد مستمری‌بگیران و در نتیجه افزایش مصارف صندوق‌ها و هر دوی این عوامل، پایداری مالی صندوق‌های بازنشستگی را تهدید می‌کند (خورسندی و افسری، ۱۳۹۶).

رابطه دولت با صندوق‌های بازنشستگی و پایبندی دولت به انجام تعهدات در قبال آنها، عامل مهم دیگری است که بر عملکرد صندوق‌های بازنشستگی تأثیر می‌گذارد. عدم ایفای تعهدات دولت نسبت به صندوق‌های بازنشستگی و انباشت مطالبات آنها از دولت از عوامل وخیم‌شدن وضعیت آنها به‌شمار می‌رود (میر و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین وضعیت کلان اقتصادی تأثیر زیادی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد. یکی از عوامل مهم اقتصادی تأثیرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، تولید ناخالص داخلی و رشد اقتصادی می‌باشد.

رشد تولید ناخالص داخلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی را برای کارآفرینان ایجاد می‌کند و در نتیجه موجب افزایش تقاضا برای وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود. چنین شرایطی زمینه رشد و رونق بازارهای مالی و افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری را فراهم نموده و زمینه مناسبی را برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی فراهم می‌نماید. همچنین رشد اقتصادی موجب بهبود وضع مالی دولت و انجام تعهدات مالی دولت در قبال صندوق‌های بازنشستگی می‌شود. علاوه بر این، رشد اقتصادی می‌تواند از طریق تأثیری که بر رونق بازار کار می‌گذارد، بر عملکرد سرمایه‌گذاری و پایداری مالی صندوق‌های بازنشستگی موثر باشد. وضعیت بازار کار از عوامل مهم تأثیرگذار بر وضعیت مالی صندوق‌های بازنشستگی به‌شمار می‌رود (صفرزاده، ۱۳۹۹: ۲۳).

به‌طور کلی، رونق و رکود در بازار کار از طریق تغییر منابع و هزینه‌های صندوق‌های بازنشستگی عملکرد مالی آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در شرایط رونق اقتصادی، افزایش شمار شاغلین، منابع این صندوق‌ها را افزایش داده و زمینه مناسبی را برای سرمایه‌گذاری آنها فراهم می‌سازد، در حالی که در دوران رکود اقتصادی، عکس این اتفاق می‌افتد. همچنین بالا رفتن سن ورود به بازار کار، محدودیت زنان در ورود به بازار کار رسمی و افزایش مشاغل غیر رسمی از مسائل دیگری در بازار کار است که عرضه نیروی کار را کاهش داده و تأثیر منفی بر وضعیت مالی صندوق‌های بازنشستگی دارد (همان، ۲۲-۲۱ و ۳۰).

همچنین پایین بودن سطح حقوق و دستمزد و عدم تعدیل متناسب آن با تورم سالانه موجب کاهش جریان نقدی ورودی به صندوق‌های بازنشستگی شده و این عامل در کنار عوامل دیگری نظیر بالا بودن نرخ تورم و بالا بودن توقع اجتماعی از صندوق‌های بازنشستگی موجب افزایش مستمری بازنشستگی و افزایش فشار مالی بر صندوق‌های بازنشستگی شده و عملکرد آنها را مختل می‌کند (همان، ۱۱۶).

عامل موثر دیگر بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، نرخ تورم است. بالا بودن نرخ تورم موجب کاهش ارزش دارایی‌های صندوق بازنشستگی (به جز دارایی‌های واقعی) می‌شود و بازدهی واقعی

سرمایه‌گذاری را نیز کاهش می‌دهد و تأثیر منفی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد. به‌طور کلی، ثبات اقتصادی یکی از زمینه‌های لازم برای رشد سرمایه‌گذاری می‌باشد. رکود و تورم غیر منتظره، چشم‌انداز سرمایه‌گذاری را مبهم کرده و اعتماد سرمایه‌گذار را کاهش داده و تأثیر منفی بر عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دارد (وانجیگو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴: ۱۵-۱۷).

تغییر نرخ ارز از طریق تحریک تورم و به دنبال آن تعدیل حقوق و دستمزد و مستمری‌ها، منابع و مصارف صندوق بازنشستگی را تحت تأثیر قرار داده و از این طریق، میزان منابع مازاد قابل سرمایه‌گذاری را متأثر می‌سازد. در مجموع انتظار می‌رود که افزایش نرخ ارز تأثیر منفی بر درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی داشته باشد. از سوی دیگر، نوسانات نرخ ارز تأثیر بسزایی در سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی داشته و رابطه رقابت بین‌المللی آنها را تغییر می‌دهد و افزایش نرخ ارز تأثیر مثبتی بر درآمدهای ریالی حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها خواهد داشت (صفرزاده، ۱۳۹۹: ۲۵).

## ۲-۲. پیشینه پژوهش

ابراهیم‌نژاد و کریمی (۱۳۹۷) به بررسی چالش حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی پرداختند. بر اساس نتایج این پژوهش، افزایش استقلال اعضای هیئت امنا از طریق کاهش قدرت دولت در انتخاب اعضای هیئت امنا و تعیین ساز و کاری اصولی و شفاف برای عزل اعضا، انتشار اطلاعات و عملکرد سالانه صندوق و تصمیمات هیئت امنا و بهبود امکان نظارت بر فعالیت‌های صندوق از جمله راهکارهای اصلاح ساختار حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد.

صفرزاده (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر وضعیت و عملکرد صندوق بازنشستگی کشوری پرداخته است. بر اساس تحلیل‌های انجام شده در این پژوهش که با استفاده از روش مدل خود همبسته برداری ساختاری<sup>۲</sup> انجام شده است، نرخ سود بانکی و درآمدهای نفتی بر منابع صندوق بازنشستگی کشوری تأثیر منفی داشته و در مقابل، نرخ رشد جمعیت، نرخ مشارکت در بازار کار و حداقل دستمزد بر آن، تأثیر مثبت دارد. همچنین در تحلیل عوامل مؤثر بر مصارف صندوق بازنشستگی کشوری نشان داده شد که نرخ جایگزینی، هزینه‌های پرستاری، امید به زندگی، تورم و نرخ ارز اثر افزایشی و رشد جمعیت اثر کاهشی بر مصارف این صندوق دارد.

عباس‌نیا و همکاران (۱۳۹۹) با استفاده از دو روش تحلیل مضمون و مدل‌سازی ساختاری تفسیری به بررسی عوامل کلیدی مؤثر بر اصلاح صندوق‌های بازنشستگی پرداختند. بر اساس نتایج این تحقیق، عوامل متعددی شامل: نبود نهاد ناظر مستقل در نظام بازنشستگی، عدم توجه سیاست‌گذاران به تفاوت ماهیت اجتماعی-اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی، مقاومت ذینفعان بانفوذ در برابر اصلاح ساختار صندوق‌ها، اصلاح نظام جامع مدیریت و ساماندهی منابع، رعایت اصول و محاسبات بیمه‌ای در سیاست‌گذاری حوزه بازنشستگی، درهم تنیدگی صندوق‌ها با سایر اجزای سیستم مالی، رعایت اصل سه‌جانبه‌گرایی، ایفای تعهدات دولت به

<sup>1</sup> Wanjiku

<sup>2</sup> Structural Vector Auto-Regression (SVAR)



صندوق‌ها، تفاوت مقررات بیمه‌ای بین صندوق‌ها، ایجاد پایگاه جامع و شفاف اطلاعاتی و اجرای ساختار سه‌لایه‌ای صندوق‌ها باید در مسیر اصلاح صندوق‌های بازنشستگی مورد توجه قرار گیرند.

ماروا<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) وضعیت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی بلغارستان و عوامل مؤثر بر آن را مورد بررسی قرار داده است. بر اساس نتایج این پژوهش، مدیریت ریسک و تخصیص دارایی‌های صندوق که در سیاست سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی مشخص می‌شود، تعیین‌کننده عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد و سیاست سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی هم تحت تأثیر عواملی نظیر وضعیت بازارهای مالی، نرخ تورم، پایداری اقتصاد کلان، ویژگی‌های صندوق‌های بازنشستگی و مقررات سرمایه‌گذاری قرار دارد.

چپکوچ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کنیا پرداختند. در این تحقیق از ابزار پرسشنامه برای جمع‌آوری اطلاعات استفاده شده و نتایج تحلیل‌های انجام شده نشان داد که تبادلی ریسک-بازدهی و شاخص‌های کلان اقتصادی شامل نرخ بهره، عملکرد بازار سرمایه و نرخ رشد اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کنیا مؤثر هستند.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش پیش رو از نظر جهت‌گیری تحقیق بنیادی-کاربردی می‌باشد. در این پژوهش محقق ابتدا نسبت بررسی اطلاعات کتابخانه‌ای و مرور تحقیقات پیشین اقدام می‌نماید و پس از گردآوری اطلاعات موجود در ادبیات تحقیقات انجام شده در سطح بین‌المللی و داخلی، اقدام نموده و از این طریق، مؤلفه‌های گوناگون مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری استخراج می‌شود. همچنین با استفاده از پرسشنامه، نسبت به ارائه آن به خبرگان علمی شامل اساتید محترم دانشگاه و مدیران (باسابقه) اقدام می‌نماید.

در این تحقیق برای تعیین مؤلفه‌های تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، بر اساس ادبیات موضوع مربوط به مدیریت صندوق‌های بازنشستگی، پرسشنامه‌ای تنظیم شده و در اختیار خبرگان علمی و اجرایی شامل اعضای هیأت مدیره شرکت‌های زیرمجموعه صندوق‌های بازنشستگی کشور و برخی از اساتید صاحب‌نظر در حوزه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی که دارای شرایط زیر هستند، قرار گرفت:

- افرادی که حداقل دارای ۵ سال سابقه فعالیت مدیریتی یا عضویت در هیأت مدیره شرکت‌های زیرمجموعه سازمان تأمین اجتماعی و سایر صندوق‌های بازنشستگی را دارا هستند.
- اساتید دانشگاهی که دارای تحصیلات در زمینه‌های مدیریت، اقتصادی و بیمه باشند.
- افرادی با ویژگی‌هایی که در شماره‌های اول و دوم ذکر شد، دارای میانگین سنی بیشتر از ۳۰ سال را دارا باشند.

<sup>1</sup> Marva

<sup>2</sup> Chepkoech

در نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری تصادفی استفاده شد و حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران، ۷۹ نفر تعیین شد و البته برای دقت بیشتر، پرسشنامه در مجموع برای ۹۰ نفر از افرادی که شرایط فوق را داشتند، فرستاده و در نهایت ۸۶ نفر پرسشنامه را به‌طور کامل تکمیل کردند.

#### ۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج حاصل از مرور ادبیات و پیشینه تحقیق که در بخش دوم مقاله ارائه گردید، تحلیل‌های این پژوهش بر اساس پرسشنامه‌ای با ۵ طبقه و ۳۱ عامل صورت می‌گیرد که این عوامل در ادامه ارائه شده است.

#### ۴-۱. بررسی نرمال بودن داده‌ها

با استفاده از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف<sup>۱</sup> نرمال بودن متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای انجام این آزمون فرض‌های آماری به شرح زیر مطرح شده‌اند:

$H_0$ : داده‌ها دارای توزیع نرمال هستند.

$H_1$ : داده‌ها دارای توزیع نرمال نیستند.

چنانچه سطح معنی‌داری متغیرهای تحقیق بزرگ‌تر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر تأیید و ادعای نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق پذیرفته می‌شود. بر اساس نتایج این آزمون که در جدول شماره (۱) ارائه شده، سطح معنی‌داری آزمون در تمام متغیرها بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد و در نتیجه ادعای نرمال بودن متغیرهای تحقیق پذیرفته می‌شود.

جدول شماره (۱) نتایج آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره Z	متغیرها
نرمال	۰/۰۷۵	۱/۱۶	عوامل مدیریتی (MAG)
نرمال	۰/۰۵۲	۱/۳۵	عوامل ساختاری (ST)
نرمال	۰/۰۶۲	۱/۲۹	قوانین و مقررات (RE)
نرمال	۰/۰۶۵	۱/۳۱	وضعیت بازار مالی (FI)
نرمال	۰/۱۲۷	۱/۱۷	عوامل اجتماعی و اقتصادی (MAC)

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۴-۲. نتایج بررسی پایایی پرسشنامه

برای اندازه‌گیری پایایی، از روش آلفای کرونباخ<sup>۲</sup> استفاده می‌شود. این روش برای محاسبه‌ی همبستگی درونی

ابزار اندازه‌گیری، از جمله پرسشنامه به‌کار می‌رود. آلفای کرونباخ، یک ضریب اعتبار است که میزان همبستگی داخلی میان پرسش‌هایی که یک مفهوم را می‌سنجد، محاسبه می‌کند. مقدار آلفا بین عدد صفر و

<sup>1</sup> Kolmogorov-Smirnov test

<sup>2</sup> Cronbach's Alpha

یک می‌باشد. هر اندازه آلفا به عدد یک نزدیک‌تر باشد، اعتبار سازگاری درونی بیشتر داشته و نشان دهنده پایایی بیشتر پرسشنامه خواهد بود (سرمد و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۶۳-۱۴۶). اگر مقدار آلفا بیشتر از ۰/۷ باشد بیان‌گر پایایی خوب و اگر بین ۰/۵ تا ۰/۷ باشد پایایی متوسط است (امینی، ۱۳۸۷: ۱۰۳-۱۰۱).  
در تحقیق حاضر، به منظور تعیین پایایی پرسشنامه و ابعاد آن، مقدار آلفای کرونباخ با استفاده از نرم‌افزار SPSS محاسبه گردیده است که نتایج آن در جدول شماره (۲) نشان داده شده است. بر این اساس، آلفای کرونباخ برای متغیرهای گوناگون پرسشنامه از عدد ۰/۷ بیشتر بوده و لذا می‌توان پایایی پرسشنامه را تأیید نمود.

جدول شماره (۲) نتایج پایایی پرسشنامه

متغیرها	تعداد گویه‌ها	آلفای کرونباخ
عوامل مدیریتی (MAG)	۶	۰/۸۷۳
عوامل ساختاری (ST)	۶	۰/۹۰۳
قوانین و مقررات (RE)	۷	۰/۸۷۳
وضعیت بازار مالی (FI)	۶	۰/۸۰۷
عوامل اجتماعی و اقتصادی (MAC)	۶	۰/۸۰۹

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۳-۴. نتایج بررسی روایی (تحلیل عاملی تأییدی)

پس از جمع‌آوری داده‌ها اعتبارسنجی مدل با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و به کمک نرم‌افزار SPSS به انجام رسید که در ادامه نتایج مربوط به تحلیل عاملی تأییدی ارائه گردیده است. در تحلیل عاملی تأییدی به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا سوال‌های انتخاب شده ساختارهای عاملی مناسبی را جهت اندازه‌گیری ابعاد مورد مطالعه در مدل تحقیق فراهم می‌آورند.

جدول شماره (۳) عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

ردیف	طبقه عامل	عامل شناسایی شده
۱	عوامل مدیریتی (MAG)	معیارهای انتخاب هیئت مدیره و مدیران ارشد
۲		توانمندی مدیران سرمایه‌گذاری
۳		کنترل و ارزیابی عملکرد مدیران
۴		تغییرات متعدد مدیریتی صندوق
۵		وجود یک سیاست سرمایه‌گذاری سنجیده و مدون
۶		لزوم به کارگیری محاسبات بیمه‌ای در تصمیمات
۷	عوامل ساختاری (ST)	پرداخت مستمری به روش مزایای معین
۸		تأمین مالی صندوق به روش فاقد اندوخته (PAYG)
۹		استقلال ساختار تشکیلاتی صندوق از مداخله دولت
۱۰		متوسط سن اعضای طرح بازنشستگی
۱۱		نسبت پشتیبانی
۱۲		انتشار وضعیت مالی و عملکرد سالانه صندوق و تصمیمات هیئت مدیره

ردیف	طبقه عامل	عامل شناسایی شده	
۱۳	قوانین و مقررات (RE)	نرخ پوشش شاغلین	
۱۴		نرخ حق بیمه (سهام شاغل، کارفرما و دولت)	
۱۵		سن بازنشستگی	
۱۶		نرخ جایگزینی	
۱۷		نرخ افزایش حقوق سالانه شاغلین و مستمری‌بگیران	
۱۸		محدودیت سرمایه‌گذاری در انواع دارایی‌های داخل و خارج کشور	
۱۹		وجود یک نهاد مستقل سیاست‌گذاری و نظارت در نظام بازنشستگی	
۲۰		وضعیت بازار مالی (FI)	وجود انواع گوناگون دارایی‌های مالی مشروع در بازار مالی
۲۱			اندازه و عمق و کارایی بازار مالی
۲۲	امکان تأمین مالی صندوق از بازار مالی (عرضه سهام و اخذ تسهیلات بانکی)		
۲۳	نرخ سود دارایی‌ها یا درآمد ثابت (نرخ سود بانکی و نرخ سود اوراق مشارکت)		
۲۴	متوسط نرخ بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بازار مالی		
۲۵	نوسانات بازار مالی به ویژه بازار سهام		
۲۶	عوامل اجتماعی و اقتصادی (MAC)		نرخ رشد جمعیت
۲۷			پایبندی دولت به انجام تعهدات در قبال صندوق بازنشستگی
۲۸			تحریم‌های اقتصادی و افت ارزش پول ملی
۲۹		رکود اقتصادی و افزایش نرخ بیکاری	
۳۰		نرخ تورم	
۳۱		پایین بودن سطح حقوق و دستمزد	

منبع: یافته‌های پژوهش

تحلیل عاملی تأییدی برای تعیین کفایت برآزش مدل با داده‌ها، از چندین آزمون آماری بهره می‌گیرد و برای این که مدل اندازه‌گیری یا همان مدل تحلیل عاملی تأییدی، تأیید شود، باید بار عاملی هر یک از عوامل بزرگ‌تر از ۰/۴ بوده و مقادیر آماره T معنی‌دار باشند، به این معنی که در سطح اطمینان ۹۵٪ باید بزرگ‌تر از ۱/۹۶ یا کوچک‌تر از ۱/۹۶- باشند ( $t > 1.96$  یا  $t < -1.96$ ) و همچنین شاخص‌های آن برآزش مناسبی داشته باشند.

شاخص‌های برآزندگی<sup>۱</sup> که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است، عبارتند از: کای اسکوئر نسبی که از تقسیم ساده مقدار کای اسکوئر بر درجه آزادی مدل محاسبه می‌شود ( $\chi^2/df$ ) که مقدار قابل قبول برای این شاخص مقادیر بین ۱ تا ۳ می‌باشد، شاخص<sup>۲</sup> RMSEA که مدل‌های قابل قبول دارای مقدار کمتر از

<sup>1</sup> Fitting Indexes

<sup>2</sup> Root mean squared error of approximation

۰/۰۸ هستند و همچنین  $AGFI^1$ ،  $GFI^2$ ،  $IFI^3$ ،  $CFI^4$  و  $NFI^5$  که مقدار قابل قبول برای این شاخص‌ها باید بزرگتر از ۰/۹ باشد (هومن، ۱۳۹۳: ۱۳۴-۱۲۲).

نتایج تحلیل عاملی تأییدی در جدول شماره (۴) ارائه شده است که بر اساس آن، مقدار آماره  $T$  در تمام سؤالات مربوط به متغیرهای تحقیق از ۱/۹۶ بزرگ‌تر بوده، همچنین مقادیر بارهای عاملی تمام گویه‌های پرسشنامه، بیشتر از ۰/۴ می‌باشند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که گویه‌های انتخاب شده در مدل تحقیق، ساختارهای عاملی مناسبی را جهت اندازه‌گیری مؤلفه‌های مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فراهم می‌کنند.<sup>۶</sup>

جدول شماره (۴) نتایج تحلیل عاملی تأییدی

عوامل	گویه‌ها	بار عاملی	آماره تی
عوامل مدیریتی (MAG)	MAG1	۰/۸۷	۹/۵۷
	MAG2	۰/۷۳	۸/۶۶
	MAG3	۰/۸۵	۹/۸۷
	MAG4	۰/۸۰	۹/۴۳
	MAG5	۰/۷۶	۸/۷۶
	MAG6	۰/۶۹	۷/۲۴
عوامل ساختاری (ST)	ST1	۰/۸۹	۱۰/۶۹
	ST2	۰/۷۹	۸/۸۵
	ST3	۰/۸۵	۸/۳۶
	ST4	۰/۸۶	۸/۹۵
	ST5	۰/۸۳	۸/۶۹
	ST6	۰/۷۴	۷/۶۴
قوانین و مقررات (RE)	RE1	۰/۷۰	۸/۱۰
	RE2	۰/۶۶	۷/۴۳
	RE3	۰/۶۷	۷/۶۸
	RE4	۰/۶۶	۸/۱۷
	RE5	۰/۷۵	۸/۳۸
	RE6	۰/۶۶	۷/۰۴
	RE7	۰/۶۹	۷/۲۲
وضعیت بازار مالی (FI)	FI1	۰/۵۷	۶/۵۵
	FI2	۰/۵۵	۵/۹۲

1 Adjusted Goodness of Fit Index

2 Goodness – for- fit index

3 Incremental Fit Index

4 Comparative Fit Index

5 Normal Fit Index

<sup>۶</sup> از بحث بر روی مقادیر بار عاملی، تنها برای تأیید اثرگذاری عوامل استفاده می‌شود، اما از این مقادیر، نمی‌توان در مورد مقایسه میزان تأثیر عوامل نتیجه‌گیری نمود.

عوامل	گویه‌ها	بار عاملی	آماره تی
	FI3	۰/۵۱	۶/۰۴
	FI4	۰/۶۱	۶/۶۱
	FI5	۰/۶۷	۷/۸۴
	FI6	۰/۵۱	۵/۹۵
	MAC1	۰/۶۶	۷/۱۴
	MAC2	۰/۷۶	۸/۳۷
عوامل اجتماعی و اقتصادی (MAC)	MAC3	۰/۶۴	۷/۳۰
	MAC4	۰/۶۲	۶/۷۵
	MAC5	۰/۶۲	۷/۴۲
	MAC6	۰/۷۲	۷/۸۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین شاخص‌های برازش مدل نیز در جدول شماره (۵) نشان داده شده است. همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود، مقدار RMSEA برابر با ۰/۰۳ می‌باشد و با توجه به اینکه کمتر از ۰/۰۸ است، نشان می‌دهد که میانگین مجذور خطاهای مدل مناسب بوده و مدل، قابل قبول است. همچنین مقدار نسبت کای دو به درجه آزادی برابر با ۱/۰۷ است و میزان شاخص‌های CFI، IFI، AGFI، GFI، NFI نیز از ۰/۹ بیشتر می‌باشند. لذا در مجموع می‌توان گفت که مقدار شاخص‌ها، با ملاک تفسیری آنها مطابقت داشته و تحلیل عاملی تأییدی، ساختار متغیرهای مورد بررسی در پرسشنامه را تأیید می‌نماید.

جدول شماره (۵) شاخص‌های برازش

$\chi^2/df$	RMSEA	NFI	GFI	AGFI	IFI	CFI
۱/۰۷	۰/۰۳	۰/۹۵	۰/۹۲	۰/۹۷	۰/۹۸	۰/۹۸

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۴-۴. نتایج تحلیل پرسشنامه

از نتایج تحلیل‌های قبلی، اثرگذاری تمامی عوامل شامل عوامل مدیریتی، عوامل ساختاری، قوانین و مقررات، وضعیت بازار مالی، و عوامل اجتماعی و اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی نیروهای مسلح نتیجه‌گیری شد. اما برای تحلیل بیشتر، داده‌های حاصل از پرسشنامه‌ها در قالب بررسی میانگین در قالب جدول شماره (۶) مورد تحلیل قرار گرفت. همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود، ترتیب عوامل بر حسب شدت تأثیرگذاری به این صورت است که عوامل ساختاری، بیشترین تأثیر را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته و پس از آن، بازار مالی کشور، عوامل مدیریتی، قوانین و مقررات و عوامل اجتماعی و اقتصادی در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

جدول شماره (۶) شاخص‌های آماری عوامل موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

عوامل	میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد از میانگین
عوامل ساختاری	۴.۹۵۰۰	۰.۲۲۰۷۲	۰.۰۳۴۹۰
عوامل مدیریتی	۴.۸۷۵۰	۰.۳۳۴۹۳	۰.۰۵۲۹۶
بازار مالی کشور	۴.۹۰۰۰	۰.۳۰۳۸۲	۰.۰۴۸۰۴
قوانین و مقررات	۴.۸۵۰۰	۰.۴۲۶۶۷	۰.۰۶۷۴۶
عوامل اجتماعی و اقتصادی	۴.۷۷۵۰	۰.۴۷۹۷۲	۰.۰۷۵۸۵

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق برای تعیین مؤلفه‌های تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح ابتدا بر اساس ادبیات موضوع مربوط به مدیریت صندوق‌های بازنشستگی، مؤلفه‌های تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تعیین شد. سپس جهت تعیین مؤلفه‌های بومی تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری در این صندوق، پرسشنامه‌ای بر مبنای مؤلفه‌های به دست آمده از ادبیات موضوع شامل پنج مؤلفه و ۳۱ گویه تنظیم گردید. این مؤلفه‌ها شامل عوامل مدیریتی (۶ گویه)، عوامل ساختاری (۶ گویه)، قوانین و مقررات (۷ گویه)، بازار مالی کشور (۶ گویه)، و عوامل اجتماعی و اقتصادی (۶ گویه) می‌باشد.

این پرسشنامه در اختیار خبرگان علمی و اجرایی شامل اعضای هیأت مدیره شرکت‌های زیرمجموعه صندوق‌های بازنشستگی کشور و برخی از اساتید صاحب‌نظر در حوزه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی قرار گرفت تا میزان اهمیت مؤلفه‌های تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری را تعیین کنند. به این ترتیب پرسشنامه توسط ۸۶ نفر از خبرگان تکمیل گردید.

پس از جمع‌آوری داده‌ها، اعتبارسنجی مدل با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی به انجام رسید. بر اساس نتایج این تحلیل، گویه‌های انتخاب شده، ساختارهای عاملی مناسبی را جهت اندازه‌گیری مؤلفه‌های موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در مدل تحقیق فراهم می‌کنند.

از مجموع این تحلیل‌ها، اثرگذاری تمامی عوامل مشخص شده شامل عوامل مدیریتی، عوامل ساختاری، قوانین و مقررات، وضعیت بازار مالی، و عوامل اجتماعی و اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نتیجه‌گیری شد. در نهایت، نتایج تحلیل میانگین نشان داد که عوامل ساختاری، بیشترین تأثیر را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته و پس از آن، بازار مالی کشور، عوامل مدیریتی، قوانین و مقررات و عوامل اجتماعی و اقتصادی در رتبه‌های بعدی قرار دارند. بنابراین با توجه به بحران مالی صندوق‌های بازنشستگی کشور پیشنهاد می‌شود که به‌منظور اصلاح نظام بازنشستگی، برنامه جامعی با ملاحظه تمامی مؤلفه‌های تأثیرگذار و با تأکید بر عوامل ساختاری، تدوین و اجرا شود.

## منابع و مأخذ

### منابع فارسی

- ابراهیم‌نژاد، علی و کریمی، مهتاب (۱۳۹۷). چالش حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی، فصلنامه تأمین اجتماعی، دوره ۱۴، شماره ۴۹، ص ۹۱-۱۰۴.
- اخوان بهبهانی، علی (۱۳۹۶). بررسی وضعیت سازمان تأمین اجتماعی و ضرورت اصلاحات بنیادی در آن (علل و اقدامات فوری مورد نیاز)، تهران: دفتر مطالعات اجتماعی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- اسکندری، حمید؛ پیرایش شیرازی‌نژاد، حسین و باطبی، سولماز (۱۳۹۴). مطالعه سازوکار صندوق‌های بازنشستگی/اختیاری، تهران: مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران.
- امینی، آرزو (۱۳۸۷). مهارت‌های اجتماعی نوجوانان، اعتباریابی پرسشنامه TISS، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی.
- سرمد، زهره؛ حجازی، الهه و بازرگان، عباس (۱۳۹۲). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، تهران: انتشارات آگاه.
- صفرزاده، اسماعیل (۱۳۹۹). اثر متغیرهای اقتصاد کلان بر صندوق بازنشستگی کشوری، تهران: انتشارات موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا.
- عباس‌نیا، سیدمحمد؛ بت‌شکن، محمدهاشم؛ دهقان نبوی، محمدعلی؛ محقق‌نیا، محمدجواد و اصلی‌پور، حسین (۱۳۹۹). مدل‌سازی عوامل کلیدی موثر بر اصلاح الگوی مقررات‌گذاری و نظارت بر صندوق‌های بازنشستگی در ایران، راهبرد/اقتصادی، دوره ۹، شماره ۳۵، ص ۳۵۹-۴۰۱.
- رستمی، مرتضی و حبیب‌نژاد، سیداحمد (۱۳۹۶). بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری، حقوق خصوصی، دوره ۱۴، شماره ۳۰، ص ۹۵-۱۱۵.
- لایحه بودجه کشور (۱۴۰۰). قابل دسترسی در آدرس: <https://shenasname.ir/budget/budget1400/6774-layehe1400>
- هومن، حیدرعلی (۱۳۹۳). تحلیل داده‌های چند متغیری در پژوهش رفتاری. تهران: انتشارات پیک فرهنگ.

### منابع لاتین

- Adongo, J. (2012). *The effect of financial leverage on Profitabilty and risk of firms listed at the Nairobi securities exchange* (Doctoral dissertation).
- Chepkoech, S. H. A. R. O. N., Rotich, G., & Ndambiri, A. (2017). Factors affecting investment decisions of pension schemes in



Kenya. *The Strategic Journal of Business & Change Management*, 4(24), 432-452.

- Chovancova, B., Hudcovsky, J., & Kotaskova, A. (2019). The Impact of Stocks and Bonds on Pension Fund Performance, *Journal of Competitiveness*, 11(2), 22-35.
- Mareva, N. Y. (2013). *Establishing Tendencies of Investment Policy of Pension Insurance*, University of Agribusiness and Rural Development.
- Matimbwa, H.(2019). Factors Influencing Performance of Pension Funds:Evidence from Lapf in Tanzania. *Journalof Business School*, 2(4), 69.
- Peng, J. (2008). *State and local pension fund management*. Routledge.
- Wanjiku, E. (2014). *The effect of macroeconomic variables on portfolio returns of the pension industry in Kenya* (Doctoral dissertation, University of Nairobi).