

ارائه الگوی بکارگیری نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به منظور تأمین مالی و مولدسازی دارایی‌ها (املاک و مستغلات) در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح

محسن رسولیان^۱

یاور دشتبانی^۲

محمد رضا گل‌کانی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۰۷

تاریخ ارسال: ۱۴۰۱/۰۴/۱۹

چکیده

در مطالعه حاضر بررسی این ایده مدنظرست که با توجه به کثرت و اهمیت دارایی املاک و مستغلات در نیروهای مسلح از یک طرف و نیاز به منابع مالی برای صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح از طرف دیگر آیا می‌توان به کمک ساختار بازار سرمایه، به تأمین مالی از طریق نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نائل شد.

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ نحوه گردآوری اطلاعات، از انواع تحقیقات توصیفی-پیمایشی می‌باشد. اطلاعات مورد نیاز تحقیق از منابع کتابخانه‌ای و پرسش از خبرگان رشته مالی و نیز با استفاده از پرسشنامه گردآوری گردید و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از مقایسات زوجی در تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی با طیف ۹ نقطه‌ای ساعتی و از طریق نرم افزار اکسپرت چویس و اکسل استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق املاک و مستغلات نسبت به سایر روش‌های وام، حقوق صاحبان سهام، اوراق مشارکت و صکوک دارای مطلوبیت بیشتری از منظر ابعاد مختلف و با اهمیت در تأمین مالی می‌باشد. لذا می‌توان نتیجه گرفت که تعریف ابزارهای تأمین مالی مناسب در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح اولاً منجر به مولدسازی دارایی‌ها در صندوق شده، ثانیاً با مناسب‌ترین روش، تأمین مالی برای صندوق صورت گرفته، ثالثاً منجر به توسعه یافتگی کشور خواهد شد.

واژگان کلیدی: صندوق املاک و مستغلات، تأمین مالی، دارایی مالی، مولدسازی دارایی‌ها.

^۱ دانشیار، گروه مدیریت صنعتی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران.

(M_rsl@yahoo.com)

^۲ دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران.

(Yavar_dashtbani@yahoo.com)

^۳ دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران. نویسنده مسئول. (rezagolkani@gmail.com)

۱. مقدمه

جایگاه حساس و استراتژیک کشور ایران، نیازهای مالی گسترده ای را برای تأمین امنیت ایجاد می کند که به دلیل وجود تحریم های همه جانبه از طرف کشورهای غربی و شرایط اقتصادی، تأمین نیازهای مالی از طرف دولت در قالب مخارج نظامی میسر نمی باشد. بنابراین ستاد کل نیروهای مسلح بعضاً مثل سایر بخش های اقتصادی کشور، از نظر تأمین منابع از بودجه عمومی کشور بنابر شرایط بوجود آمده قادر به تأمین منابع نقد نیست.

همچنین صندوق های بازنشستگی نیروهای مسلح مثل سایر صندوق های بازنشستگی کشوری در راستای ایفای تعهدات خود با کسری منابع نقد رو به رو هستند و جهت تأمین این کسری یا بایستی نسبت به استقراض از نظام بانکی اقدام نمایند، یا دارایی های خود را به فروش برسانند و یا اینکه کسری خود را از طریق بودجه دولتی تأمین نمایند که روش آخر همانطور که در بالا گفته شد میسر نمی باشد.

لازم به ذکر است که حجم بالایی از دارایی ها در مجموعه ستاد کل نیروهای مسلح، املاک و مستغلات می باشد، عدم تعریف ابزارهای مالی مناسب منجر شده این حوزه بدون خلق ارزش افزوده و مولد سازی، دارایی ها رها شوند. ستاد کل نیروهای مسلح و یا صندوق بازنشستگی آن مجبور به واگذاری دارایی های املاک و مستغلات خود قبل از مولدسازی آن ها جهت تأمین منابع مالی می شوند، در حالی که می تواند با ایجاد ارزش افزوده بر روی این دارایی ها، منابع مالی پایداری را خلق نموده، در عین حال دارایی ها همواره در اختیار نیروهای مسلح باقی بماند و تأمین مالی مناسب نیز انجام گردد. علاوه بر این دارایی املاک در شرایط عادی از نقدشوندگی کمی برخوردار بوده و از همه مهم تر اینکه فروش دارایی، تأمین مالی پایدار نمی باشد. تأسیس نهاد سرمایه گذاری املاک و مستغلات خصوصاً در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح بررسی راهکاری است که ضمن تأمین منابع نقد پایدار به حفظ دارایی های املاک و مستغلات در نیروهای مسلح منجر می شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. مبانی نظری پژوهش

وجود ابزارهای مالی مختلف این امکان را به ناشران می دهد که نیازهای مالی متنوع خود را تأمین کند. نیازهایی که مستقیم یا غیرمستقیم به بخش واقعی اقتصاد مرتبط هستند. در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه صنعت خدمات مالی ستون فقرات اقتصاد شناخته می شود و بخش بزرگ و قابل رشدی از اقتصاد توسعه گرا است. در واقع می توان گفت وجود واسطه گری مالی متنوع، خدمات مدیریت ریسک و سایر خدمات مالی که صنعت خدمات مالی ارائه می کند، امکان رشد و توسعه اقتصاد امروزی را فراهم آورده است.

تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی ها یکی از نوآوری های مهندسی مالی است. این موضوع توانسته تحولی در روش های تأمین مالی ایجاد نماید. بدین صورت که با پشتوانه قراردادن انواع دارایی هایی که امکان و توانایی ایجاد جریان های نقدی را دارند، رتبه اعتباری را افزایش داده، همچنین با استفاده از روش ها و مکانیزم های مختلف سعی می شود ریسک آن دارایی ها به سرمایه گذاران دیگر منتقل گردد و تأمین مالی با شریطی

مطلوب انجام پذیرد. دارایی‌های ملکی یکی از دارایی‌هایی است که در این روش جهت تأمین مالی به عنوان پشتوانه قرار می‌گیرند. دارایی‌ها (مستغلات) باید به بهره‌برداری رسیده باشند و قابلیت ایجاد وجه نقد داشته و یا به بهره‌برداری نرسیده و هنوز در مرحله ساخت باشند. در نتیجه عواید حاصل از آن دارایی‌ها به بعد از تکمیل پروژه موکول خواهد شد. ساختار تأمین مالی با توجه به هر کدام از این موارد، در روش تبدیل اوراق بهادارسازی متفاوت خواهد بود.

به تعبیر بان (۱۳۸۸) صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات^۱ (REIT)، مشابه شرکت املاک و مستغلات هستند که مردم سهامدار سهام عادی شرکت می‌شوند. بدین صورت که سهام REIT مشابه سایر سهام شرکت‌های سهامی می‌باشند اما صندوق املاک و مستغلات دارای دو ویژگی منحصر به فرد می‌باشد. اولاً: کسب و کار آنها، مدیریت گروهی از دارایی‌ها است که درآمد تولید (مثلاً اجاره) می‌کنند. ثانیاً باید حداکثر سود را به عنوان سود پرداختی توزیع نماید. اما ویژگی اصلی REIT، جدا شدن اختیار قانونی دارایی‌ها از حق منفعت بردن از آن و در عین حال توزیع مالکیت به قسمت‌های مختلف می‌باشد. به عبارت خلاصه می‌توان REIT را اینگونه تعریف کرد: «یک نهاد مالی است که به کمک بازار سرمایه، در بازار مسکن به اجاره داری می‌پردازد و در صورت توزیع بیش از ۹۰ درصدی سود، مشمول پرداخت مالیات نمی‌گردد».

فتحی و ریسمانچیان ۱۳۸۹ صندوق املاک و مستغلات را چنین تعریف کردند: «صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، یک نوع صندوق سرمایه‌گذاری است که به جمع‌آوری سرمایه افراد به منظور سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات می‌پردازد».

در واقع افرادی که قصد کسب سود از سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات را دارند، مستقیماً در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند و یا به صورت غیر مستقیم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات یا شرکت‌های سهامی املاک سرمایه‌گذاری می‌کنند.

سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، به دلیل ویژگی‌های منحصر به فردی که دارند، آنها را از سایر سرمایه‌گذاری‌ها از جمله سهام شرکت‌های تولیدی، اوراق مشارکت و قرضه و یا ارز متمایز می‌نماید. این ویژگی‌ها عبارتند از: وجود قوانین مالیاتی منحصر به فرد، بازار محلی، عدم تقارن اطلاعاتی، ناهمگن بودن دارایی‌ها، نقدپذیری بسیار کم و عرضه محدود (چینلوی^۲، ۱۹۹۹).

عملاً این صندوق‌ها ۱۰۰ درصد درآمد مشمول مالیات را تقسیم نموده تا از معافیت مالیاتی بطور کامل برخوردار شوند. به طور کلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات را می‌توان به سه دسته، عمده تقسیم‌بندی نمود.

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات سهامی؛
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات رهنی؛
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات ترکیبی.

¹ Real Estate Investment Trust

² Chonloy

فراگیرترین نوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، صندوق سرمایه‌گذاری سهامی است. پرتفوی این صندوق متشکل از انواع دارایی‌ها از جمله ساختمان، زمین و غیره می‌باشد. درآمد صندوق از اجاره املاک و افزایش ارزش دارایی‌ها در صندوق حاصل می‌شود.

در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات رهنی، سرمایه‌گذاران، منابع مالی خود را به مالکان املاک و مستغلات اجاره داده و اعتبار خود را از وام‌ها یا اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی واگذار می‌کنند. اما این صندوق‌ها تحت تأثیر نوسانات نرخ بهره و ریسک عدم بازپرداخت وام قرار دارند، می‌توان ریسک نوسانات نرخ بهره را به کمک تکنیک‌های پویای پوشش ریسک، مدیریت نمود.

ترکیب دو نوع صندوق سهامی و رهنی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات ترکیبی را شکل داده که هم بطور مستقیم در املاک سرمایه‌گذاری نموده و هم به دارندگان املاک، وام پرداخت می‌نماید (شاگری و همکاران ۲۰۱۳).

برای محاسبه ارزش املاک و مستغلات موجود در پورتفوی REIT ها سه روش وجود دارد: رویکرد بازار؛ در این رویکرد ارزش املاک و مستغلات به وسیله استعمال قیمت از بازار و یا استفاده از قیمت املاک مشابهی که اخیراً به فروش رفته است تعیین می‌گردد. رویکرد هزینه: ارزش املاک را می‌توان بر اساس جمع قیمت خرید زمین مشابه و هزینه ساخت مشابه بدست آورد.

رویکرد درآمدی: در این رویکرد به منظور محاسبه ارزش ملک جریان نقدی آتی حاصل از ملک پیش بینی می‌گردد و با استفاده از نرخ تنزیل مناسب ارزش فعلی این جریان نقدی بدست می‌آید.

سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات اغلب با عدم اطمینان در تقاضا، قیمت فروش، قیمت زمین، دارایی‌های غیر منقول و مقررات دولتی ریسک سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد. برای این اقدامات نیاز به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به علت داشتن مدیریت تخصصی بیشتر احساس می‌شود. سرمایه‌گذاری در املاک مدیران تخصصی را می‌طلبد که مهارت کافی در مورد تغییرات قوانین مربوط به اجاره، مالکیت، مجوز پروژه‌ها، تغییرات قیمت و غیره داشته باشد (دانلی، ۲۰۱۲).

به طور کلی سرمایه‌گذاری مستقیم در املاک و مستغلات بسیار وقت گیر و پر هزینه است. خوشبختانه REIT یک فرآیند ساده و قابل دسترس را برای سرمایه‌گذاران فراهم کرده است و سرمایه‌گذاران به خاطر خصوصیات منحصر به فرد REIT ها که شامل سود تقسیمی بالا، تنوع بخشی در پرتفوی، همستگی پایین REIT ها با سایر بخش‌های بازار سهام است، جذب این صندوق‌ها می‌شوند (شی یو ۲۰۱۲).

¹ Donnelly

² Shi Yu

۲-۱-۱. صندوق‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی عمومی کشور به‌عنوان نهادهای مالی مستقل بین‌النسلی، از طریق جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد افراد تحت عنوان حق بیمه بازنشستگی و سرمایه‌گذاری، این منابع در قالب سبد دارایی و مدیریت آن، امکان تأمین دوران بازنشستگی افراد را در دوران کهولت سن و از کار افتادگی فراهم می‌آورند؛ بنابراین این صندوق‌ها به همان اندازه که نهادی اجتماعی به شمار می‌روند، دارای اهمیت اقتصادی بوده و از دو مسیر اصلی بر روی شاخص‌های توسعه و رشد اقتصادی تأثیرگذار هستند. در مسیر نخست صندوق‌های بیمه‌ای و بازنشستگی به‌عنوان سرمایه‌گذارانی نهادی با هدایت پس‌اندازهای خرد به بخش سرمایه‌گذاری نسبت به تأمین منابع مالی مورد نیاز برای تداوم و توسعه عملیات بنگاه‌های اقتصادی و همچنین پروژه‌های بزرگ مقیاس و زیرساختی اقدام نموده که این امر از طریق افزایش بهره‌وری کار و سرمایه منجر به رشد اقتصادی کشورها می‌شود. در مسیر دوم نیز صندوق‌های بازنشستگی از طریق ایجاد رونق و همچنین افزایش خلاقیت و تنوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه، انتفاع جمعی را به دنبال خواهند داشت (قاسمی، ۱۳۸۸).

صندوق‌های بازنشستگی در راستای ایفای تعهدات خود با کسری رو به رو شده و جهت تأمین این کسری یا بایستی نسبت به استقراض از نظام بانکی اقدام نمایند، یا دارایی‌های خود را به فروش برسانند و یا اینکه کسری خود را از طریق بودجه دولتی تأمین نمایند (ماشین چیان، ۱۳۹۵).

۲-۱-۲. بحران در صندوق‌های بازنشستگی

آنچه از آن با عنوان بحران صندوق‌های بازنشستگی نام برده می‌شود به این مفهوم است که عمده صندوق‌های بازنشستگی کشور از لحاظ نسبت پشتیبانی از نقطه سر به سری عبور کرده و حتی برای برخی از صندوق‌ها این نسبت به زیر یک کاهش یافته است. در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح تعداد بازنشستگان از تعداد شاغلان بیشتر بوده و بیش از ۹۸ درصد منابع صندوق از طریق بودجه دولت تأمین می‌شود (ماشین چیان، ۱۳۹۵). سازمان تأمین اجتماعی، طی دهه اخیر در مواردی مجبور به استقراض از سیستم بانکی جهت پرداخت حقوق بازنشستگی و مستمری‌های خود شده و همچنین به‌منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز ناگزیر به واگذاری بخشی از دارایی‌ها و سهام سودآور خود در راستای اخذ وجوه از محل فروش این منابع شده است (گرچی‌پور، ۱۳۹۵). موارد ذکر شده نشانه‌های بحرانی شدن وضعیت صندوق‌های بازنشستگی عمومی کشور بوده و بیانگر ضرورت تدوین یک برنامه راهبردی جهت اصلاح وضعیت صندوق‌های بازنشستگی به عنوان اصلی‌ترین متولیان نظام بازنشستگی کشور است. در ادامه تلاش می‌شود تا نسبت به ترسیم تصویری مناسب از بحران فعلی صندوق‌های بازنشستگی عمومی کشور اقدام شود. بحران‌هایی را که صندوق‌های بازنشستگی و بالتبع صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح با آن مواجه هستند می‌توان به‌صورت زیر نام برد:

الف) کاهش نسبت پشتیبانی در صندوق‌های بازنشستگی عمومی کشور

یکی از شاخص‌های اصلی و بسیار پرکاربرد که در راستای ارزیابی وضعیت صندوق‌های بازنشستگی به ویژه در نظام‌های توازن درآمد با هزینه مورد استفاده قرار می‌گیرد، نسبت پشتیبانی است. نسبت پشتیبانی از طریق

تقسیم تعداد بیمه‌پرداز به تعداد مستمری بگیر محاسبه می‌شود، به عبارت دیگر این شاخص به دنبال این است که به ازای هر مستمری بگیر چند بیمه‌پرداز در صندوق وجود دارد. بر مبنای استانداردهای جهانی حد استاندارد این قسمت برای صندوق‌های بازنشستگی معادل ۶ است، این در حالی است که برای صندوق‌های بازنشستگی عمومی ایران این نسبت به زیر ۶ رسیده و حتی برای صندوق بازنشستگی کشوری، موسسه صندوق حمایت و بازنشستگی کارکنان فولاد و سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح این نسبت به زیر ۱ رسیده است. تغییرات نسبت پشتیبانی تابعی از عواملی مانند نرخ رشد اشتغال، دوره پایداری مشاغل و دوره بیکاری، سهم اشتغال رسمی در بازار کار، سن ورود به بازار کار، سن قانونی بازنشستگی نرخ وقوع حوادث و بیماری‌های منجر به معلولیت و از کار افتادگی با فوت و ... است (روغنی‌زاده، ۱۳۸۵).

ب) نرخ جایگزینی

نرخ جایگزینی، عبارت است از نسبت اولین مستمری برقرار شده به آخرین دستمزد مبنای کسر حق بیمه فرد برای حفظ سطح رفاه و قدرت خرید مزایا بگیران، اغلب هدف گذاری‌های خاصی بر روی این نسبت صورت می‌گیرد، به طور کلی در هر نظام بیمه اجتماعی، هر قدر نرخ جایگزینی بالاتر باشد، نرخ حق بیمه نیز بالاتر است. در برخی کشورها، قسمتی از نرخ جایگزینی هدف به وسیله نظام‌های تأمین اجتماعی پایه و بخشی از آن به وسیله نظام‌های مکمل تأمین می‌شوند. بدیهی است در چنین حالتی، نرخ حق بیمه نظام‌های پایه کاهش می‌یابد.

ایران یکی از بالاترین نرخ‌های جایگزینی در دنیا را دارا است. این نرخ در سال ۱۳۹۳ برای سازمان تأمین اجتماعی در حدود ۸۰ درصد آخرین دستمزد، در صندوق بازنشستگی کشوری برابر ۹۸ درصد و در مؤسسه صندوق حمایت و بازنشستگی کارکنان فولاد معادل ۸۰ درصد بوده است. این رقم در مورد صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح حدود ۹۲ درصد است. این در حالی است که در صندوق‌های بازنشستگی اغلب کشورهای عضو سازمان توسعه همکاری‌های اقتصادی، میزان نرخ جایگزینی به ۶ درصد می‌رسد (بانک جهانی، ۱۳۸۵).

ج) افزایش امید به زندگی

سالمند شدن جمعیت، پدیده‌ای است که با تغییرات در شرایط اقتصادی، اجتماعی به ویژه ارتقاء وضعیت سلامت جمعیت و کاهش زاد و ولد در کشورهای پیشرفته رخ داده و به تدریج در سایر کشورها در حال وقوع است. این امر، اگرچه به صورتی آرام جلوه‌گر می‌شود، اما دارای پیامدهای وسیع اقتصادی، اجتماعی و سیاسی است. جمعیت سالمند موجب فشار غیرقابل اجتناب بر صندوق‌های بیمه‌ای تأمین اجتماعی است، چرا که در آینده، این صندوق‌ها با متقاضیان زیادی برای دریافت مستمری روبرو خواهند بود. تقریباً در کلیه کشورها آمارهای جمعیتی بیانگر سالمندتر شدن جمعیت هستند. آمار سرشماری‌ها در ایران نیز مؤید همین موضوع است. اخیراً کارشناسان و مراجع رسمی در زمینه صفرشدن نرخ رشد جمعیت کشور تا سال ۱۴۲۰، هشدار جدی داده‌اند. با پیر شدن جمعیت دگرگونی مهمی در ساختار جمعیت ایران ایجاد خواهد شد. با توجه به روند کنونی امید به زندگی، در دهه آینده، پنج نسل در کنار هم زیست خواهند داشت که فقط دو نسل کار و تولید خواهند کرد و تأمین تمامی

هزینه های پنج نسل مذکور را نیز بر عهده خواهند داشت (میر و همکاران، ۱۳۹۳) طبیعتاً سالمند شدن جمعیت، فشار بیشتری را متحمل صندوق های بازنشستگی خواهد کرد. بدیهی است که اجرای برنامه های بازنشستگی برای درصد بیشتری از جمعیت مستلزم هزینه های بیشتری خواهد بود. تأمین این هزینه ها در وحله اول برای صندوق های بازنشستگی و در مرحله بعد حتی برای دولت غیرممکن باشد.

۲-۲. پیشینه پژوهش

فرهادی پور در سال (۱۳۸۷) با بررسی مسئله سرمایه گذاری وجوه صندوق های بازنشستگی و تأمین درآمد بازنشستگی بازنشستگان در راستای لایحه ابلاغی اصل ۴۴ قانون اساسی، ساختار مدیریت وجوه سازمان های بازنشستگی، پاسخگویی و انتشار بی پرده اطلاعات همراه با شفافیت کامل، امانت داری و اتخاذ سیاست سرمایه گذاری که در راستای اهداف صندوق باشد نه اهداف سیاسی یا منطبق های دولت و نیز ممانعت از سوء استفاده از وجوه این صندوق را مورد توجه قرار داد.

بان در سال (۱۳۸۸) در پایان نامه خود در مورد امکان پذیر بودن تاسیس نهاد سرمایه گذاری املاک و مستغلات در بازار سرمایه ایران، این نهاد سرمایه گذاری را چنین تعریف می کند: «نهادی است مالی که از طریق بازار سرمایه، در بازار مسکن به اجاره داری می پردازد و به شرط توزیع بیش از ۹۰٪ از سود، مشمول مالیات نمی شود». بان معتقد است که نیاز به نهاد REIT از آنجا اهمیت می باید که: ۱. بازار سرمایه در ایران نیاز به طراحی ابزاری دارد که مانع کوچ سرمایه از بازار سرمایه به بازار مسکن شود. ۲. بازار سرمایه نیازمند ساختار شفاف، قابل نظارت و استاندارد برای تفکیک تقاضاهای مولد و مخرب سرمایه گذاری در بازار مسکن است.

فتحی و ریسمانچیان در سال (۱۳۸۹) پس از معرفی صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات و انواع آن، رابطه نرخ بازده در این صندوق ها را با نرخ بهره، تورم و شوک های اقتصادی بررسی نموده نهایتاً به این نتیجه رسیده است که نرخ بازده در صندوق ها سرمایه گذاری املاک متغیرهای عنوان شده همبستگی داشته، البته نوع همبستگی و شدت آن بنا بر به ساختار و هدف صندوق ها متفاوت است.

میر و همکاران در سال (۱۳۹۳) در پژوهشی با استفاده از روش های آکچوئری و بر اساس داده های ۱۳۵۸ تا ۱۳۹۱، صندوق بازنشستگی کارکنان جهاد کشاورزی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که عوامل سیستماتیک و پارامتریک متعددی بر عملکرد صندوق ها تأثیر می گذارد. نسبت وابستگی سالخوردگی به طور تصادفی رو به افزایش است. نرخ بالای تورم، تحمیل برخی هزینه های حمایتی به نظام بیمه ای، نادیده گرفتن اصول و محاسبات آکچوئری و تداوم سیستم بازنشستگی بدون اندوخته، چالش های اساسی نظام بازنشستگی می باشد. راهکارهای مطرح شده برای صندوق مورد نظر شامل ادغام در صندوق بازنشستگی کشوری، اصلاح مقررات بازنشستگی کشور بر اساس نظام بازنشستگی چند رکنی و مدیریت صحیح می باشد.

یارمحمدی، آذر و مصباحی مقدم در سال (۱۳۹۴) در پژوهشی به شناسایی و اولویت بندی معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی پرداختند. در این پژوهش معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی در ۳۱ معیار مختلف احصاء گردید. نتایج این تحقیق

حاکمی از آن است که به ترتیب معیارهای؛ ریسک، بازدهی، توجیه‌پذیری تأمین مالی، نقدشوندگی ابزار تأمین مالی، همسویی ابزارهای تأمین مالی با عدالت اقتصادی برای سرمایه‌گذاران از بالاترین اهمیت نسبت به سایر موارد برخوردار است.

ادبی فیروزجایی در سال (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان چالش‌ها و راهکارهای صندوق‌های بازنشستگی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح انجام داده، هدف از این مطالعه شناسایی و استخراج آسیب‌ها و مشکلات صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح جمهوری اسلامی ایران و ارائه راهکارهایی جهت استحکام بخشی به وضعیت مالی این صندوق بوده است. نتایج این پژوهش نشان داد که این صندوق‌ها با کسری منابع مالی شدیدی روبرو هستند. بر اساس بررسی‌های به عمل آمده دولت از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بخش عمده‌ای از مستمری‌های پرداختی را پرداخت نموده است. در واقع بودجه دولت (ردیف کمک دولت به صندوق‌های بازنشستگی) طی یک دهه بیش از ۶ برابر شده است. یکی از راهکارهای اساسی برای جلوگیری از ورشکستگی احتمالی در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح این است که صندوق مذکور به صورت مستقل فعالیت نموده و هیچگونه حمایتی از دولت دریافت نکند. بدین منظور صندوق نیازمند سرمایه اولیه خواهد بود که مبلغ مورد نیاز برای افزایش سرمایه بر اساس مدل ارزش در معرض خطر (VaR) صندوق قابل برآورد است.

حسینی و ادبی فیروزجایی در سال (۱۳۹۷) در پژوهشی به ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و راهکارهایی برای استحکام بخشی آن در جمهوری اسلامی ایران پرداختند. این پژوهش با هدف ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح انجام شد. نتایج تحلیل روش‌های توصیفی و آماری و اطلاعات صورت‌های مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نشان داد در وضعیت کنونی منابع موجود در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح با در نظر گرفتن کسور بازنشستگی بدون کمک دولت تنها قادر به تأمین ۲۵ درصد از مصارف خود خواهد بود و عملاً ۷۵ درصد از حقوق و مزایای بازنشستگان و مستمری‌بگیران از محل بودجه دولت تأمین می‌شود. همچنین در ۱۰ سال آتی (پایان سال ۱۴۰۶) منابع صندوق توانایی تأمین حدود ۲۰ درصد از مصارف را خواهد داشت و وابستگی آن به بودجه دولت به حدود ۸۰ درصد خواهد رسید.

دشت‌بانی و ملاپهرامی در سال (۱۳۹۷) به پژوهشی تحت عنوان الگوی مطلوب تأمین مالی نیروهای مسلح در ایران: کاربرد روش تصمیم‌گیری چند معیاره براساس تجربه کشورهای منتخب پرداخته؛ این مطالعه با بهره‌گیری از تجارب سایر کشورها و همچنین استفاده از نظر خبرگان و کارشناسان، الگوهای تأمین مالی بهینه و مناسب برای ایران را با استفاده از روش‌های تصمیم‌گیری چند معیاره و تکنیک دلفی، استخراج و اعتبارسنجی کرده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد به طور کلی سه رویکرد دولت‌محور، رویکردهای مبتنی بر مشارکت عمومی-خصوصی و رویکرد مبتنی بر برون‌سپاری و خصوصی‌سازی برای تأمین مالی نیروهای مسلح وجود دارد. مطابق نتایج، مشارکت در توسعه و بهسازی، مولدسازی و مشارکت در بهره‌برداری از امکانات و دارایی‌های نظامی، برون‌سپاری پروژه‌های ساخت و ساز، تغییر کاربری دارایی‌ها و امکانات و ایجاد توانایی جدید در امکانات و دارایی‌ها، تأسیس صندوق مالی حمایت از نیروهای مسلح، قرارداد مشارکت بین‌المللی در تولید تجهیزات

نظامی و افتتاح حساب ویژه ارزی برای تأمین مالی واردات تسهیلات نظامی مطلوب‌ترین روش‌های تأمین مالی نیروهای مسلح است.

فتج^۱ و ویدو^۲ در سال (۲۰۱۴) میزان اثر بحران مالی بر ریسک نقد شوندگی صندوق‌ها را بررسی نموده‌اند. یک راهکار برای کاهش ریسک نقدشوندگی، این است که واحدهای سرمایه‌گذاری با خود املاک قابل مبادله باشند. این مبادله به دلیل نبود ریسک نقدشوندگی در آن به نسبت عملکردی خوبی خواهد داشت زیرا هر فرد که به تهیه اوراقی همبسته با ملک اقدام نموده است بدون تحمل ریسک جایگزین اصلی ملک را بدست آورده است. از طرف دیگر سرمایه‌گذاری در ملک از طریق واحدهای کوچکتر سرمایه‌گذاری جذابیت خیلی خوبی خواهد داشت.

در سال ۲۰۱۲ چان^۳ امکان جذب سرمایه‌های خرد در بازار املاک را به صندوق‌های املاک و مستغلات بررسی نموده است. همچنین بررسی کرده است که چگونه افراد با خرید سهام صندوق، مالکیت مجموعه‌ای از املاک مسکونی، تجاری و یا حتی مراکز درمانی را بر عهده می‌گیرند. لذا صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به سرمایه‌گذاران، امکان مشارکت در سود حاصل از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ در بخش املاک و مستغلات را اعطا می‌کند.

افزایش بازده مقیاس سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها توسط لینگ^۴ و یان^۵ نیز در سال ۲۰۰۶ نیز ارزیابی شده است. در واقع سرمایه‌گذاران خرد حقیقی امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی به لحاظ مقیاس را خواهند داشت که حتی اگر منابع آن را داشته باشند توانایی مدیریت آن پروژه را به لحاظ فنی نخواهند داشت. مایر^۶ در سال (۱۹۹۶) به امکان پذیری تأسیس صندوق‌های مشاع املاک و مستغلات در سنگاپور پرداخت. تأسیس این صندوق‌ها در سنگاپور سبب تغییرات اساسی در بازار املاک محلی و بازار سرمایه گردید. تحقیق او نشان داد که میزان پشتیبانی نخبگان مالی در سنگاپور از این صندوق‌ها پایین بوده است. علت اصلی عدم آشنایی افراد و نهادهای مالی با این ابزار بوده و حتی دولت سنگاپور با وجود تأکید به اجرای ایده تأسیس صندوق‌ها همراهی نکردند. با این حال فعالان عرصه‌های ملکی، به آینده این صندوق‌ها خوشبین بوده‌اند. وی معتقد است که به کارگیری صندوق‌ها سبب ایجاد فرصت سرمایه‌گذاری فعال و کلان برای سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران خرد و حرفه‌ای می‌گردد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از آنجایی که درباره یک موضوع واقعی، عینی صورت گرفته است و از نتایج آن می‌توان بطور عملی استفاده کرد، از لحاظ هدف یک تحقیق کاربردی و از لحاظ نحوه گردآوری اطلاعات، از انواع تحقیقات توصیفی می‌باشد و در بین انواع مختلف روش‌های تحقیق توصیفی از نوع پیمایشی است. با توجه به مباحث مطرح شده

¹ Fecht

² Wedow

³ Chen

⁴ Ling

⁵ Yun

⁶ Mayer

در این تحقیق، اطلاعات مورد نیاز از منابع کتابخانه‌ای و مرور تحقیقات پیشین داخلی و خارجی استخراج و طبقه‌بندی شده و از این طریق مولفه‌های موثر بر تأمین مالی مشخص شده، سپس به کمک پرسش از خبرگان رشته مالی (خبرگان علمی شامل اساتید محترم دانشگاه و مدیران تأمین مالی با سابقه) نیز با استفاده از پرسشنامه رتبه بندی روش های تأمین مالی بر اساس هر مؤلفه مؤثر، با استفاده از مقایسات زوجی در تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی AHP با طیف ۹ نقطه ای ساعتی، از طریق نرم افزار اکسپرت چویس^۱ و اکسل^۲ صورت پذیرفته است.

با توجه به موضوع پرسشنامه که عناصر مؤثر در بحث تأمین مالی در صندوق بازنشتگی نیروهای مسلح سنجیده می‌شوند و همچنین رتبه بندی روش‌های تأمین مالی در آنجا مد نظر می‌باشد (صندوق املاک و مستغلات به عنوان یک روش تأمین مالی با هدف مولدسازی مد نظر است) لذا از بین خبرگان رشته مدیریت مالی (جامعه آماری مد نظر در پژوهش)، افرادی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به عنوان نمونه به صورت هدفمند انتخاب شده‌اند:

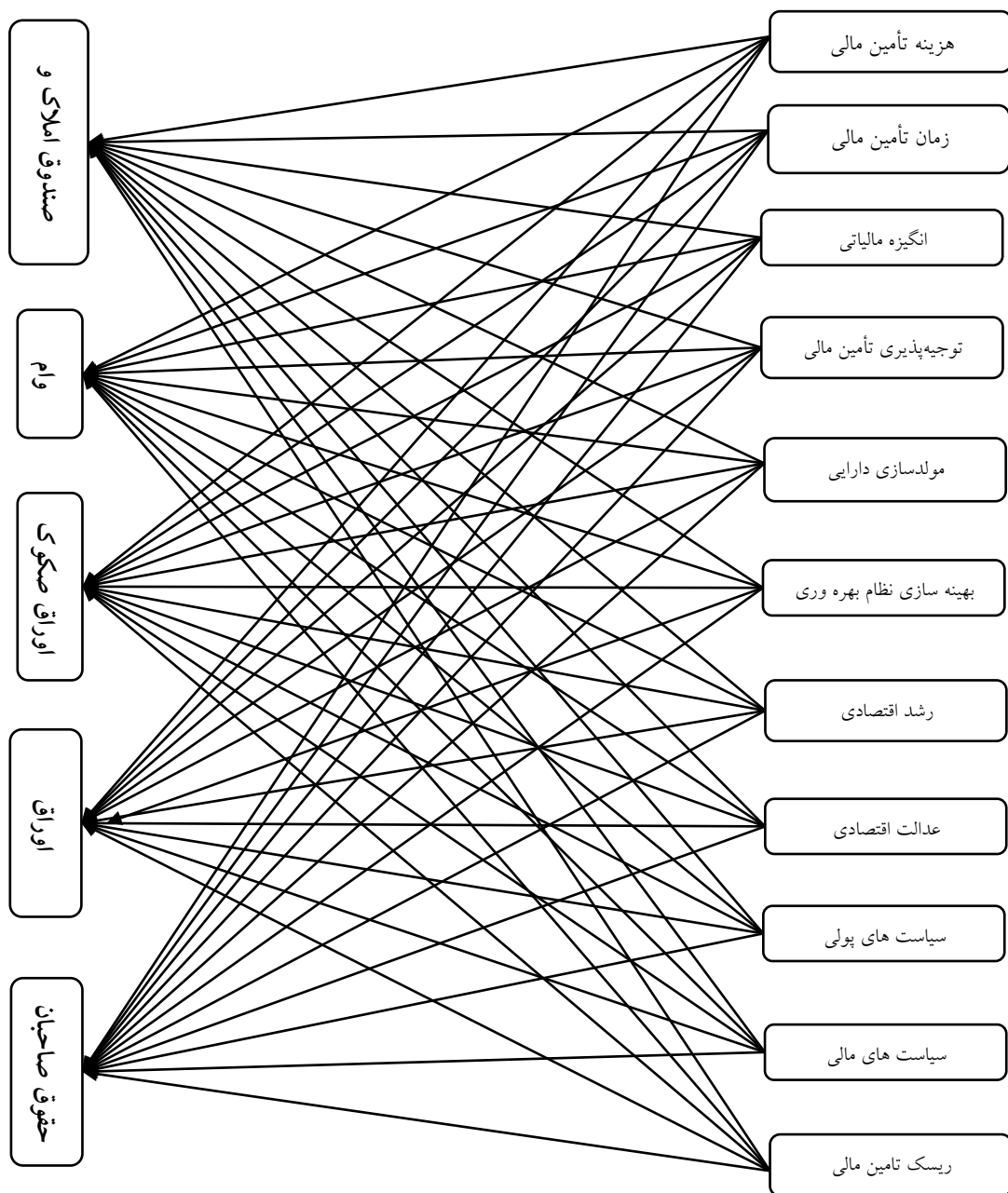
- اساتید دانشگاه در رشته مدیریت مالی و دارای سابقه اجرایی در بازار سرمایه؛
- مدیران تأمین مالی در شرکت‌های تأمین سرمایه با مدرک دکتری رشته مدیریت مالی و یا دکتری مهندسی مالی با حداقل دو سال سابقه فعالیت.

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته های پژوهش

رتبه بندی روش های تأمین مالی (صندوق املاک و مستغلات، اوراق مشارکت، صکوک، حقوق صاحبان سهام و وام) با استفاده از مقایسات زوجی در تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی AHP از طریق نرم افزار اکسپرت چویس و اکسل صورت پذیرفته است. بصورت کلی شکل شماره (۱) نشان دهنده ارتباط بین مقایسات در این تحقیق می‌باشد:

¹ Expert choice

² Excel



شکل شماره (۱) ارتباط بین مقایسات زوجی

منبع: نگارندگان پژوهش

جدول شماره (۱) رتبه بندی ۵ روش تأمین مالی از ابعاد مختلف

اجرای سیاست- های مالی	اجرای سیاست- های پولی	عدالت اقتصادی	رشد اقتصادی	بهینه سازی نظام بهره- برداری	مولدسازی دارایی‌ها	توجیه پذیری اقتصادی	انگیزه مالیاتی	زمان تأمین مالی	هزینه تأمین مالی	ریسک تأمین مالی
صام	صام	صام	صام	صام	صام	ح ص س	صام	ح ص س	صام	ح ص س*
صکوک	صکوک	صکوک	صکوک	صکوک	صکوک	صام	ح ص س	صام	ح ص س	صام**
مشارکت	مشارکت	مشارکت	مشارکت	مشارکت	مشارکت	صکوک	وام	صکوک	صکوک	صکوک
وام	وام	ح ص س	ح ص س	وام	وام	مشارکت	صکوک	مشارکت	مشارکت	مشارکت
ح ص س	ح ص س	وام	وام	ح ص س	ح ص س	وام	مشارکت	وام	وام	وام

*ح ص س : حقوق صاحبان سهام

**صام : صندوق املاک و مستغلات

منبع: یافته‌های پژوهش

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق املاک و مستغلات نسبت به سایر روش‌های وام، حقوق صاحبان سهام، اوراق مشارکت و صکوک دارای مطلوبیت بیشتری از منظر ابعاد مختلف و با اهمیت در تأمین مالی می‌باشد. همانطور که در جدول شماره (۱) مشاهده می‌گردد، در ۸ بعد تأمین مالی مقام اول و در بقیه مقام دوم را دارا می‌باشد.

لذا می‌توان نتیجه گرفت که تعریف ابزارهای تأمین مالی مناسب در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح اولاً منجر به مولدسازی دارایی‌ها در صندوق شده، ثانیاً با مناسب‌ترین روش، تأمین مالی برای صندوق صورت گرفته، ثالثاً منجر به توسعه یافتگی کشور خواهد شد.

یکی از موانع اصلی توسعه و پیشرفت در کشورهای توسعه نیافته، تخصیص نامتناسب سرمایه به فعالیت‌ها با بازده قابل توجه است. بنابراین برای برون رفت از توسعه نیافتگی و رسیدن به کارایی بالاتر اقتصادی و ایجاد اقتصادی شکوفا و سالم، باید تخصیص کارآمد سرمایه به بخش‌های دارای فرصت‌های مولد سرمایه گذاری انجام شود. در هر اقتصادی بازارها و نهادهای مالی در انجام این مهم نقش حیاتی داشته و به عبارتی متولی اصلی این امر هستند.

تحلیل‌های مالی نشان می‌دهد که در بازارهای تجاری و اقتصادی کشور و حتی منطقه خاورمیانه، بازار مسکن ایران در مقایسه با سایر بازارها در منطقه، دارای بازده مطلوب‌تر می‌باشد، لذا می‌توان انتظار داشت که تخصیص

بهینه منابع به بازار مسکن و سرمایه گذاری مردم در این بازار، علاوه بر ایجاد منافع اقتصادی برای مردم و افزایش نشاط سرمایه گذاری در کشور، توسعه اقتصادی، افزایش اشتغال، ممانعت از خروج سرمایه‌ها از کشور را به همراه خواهد داشت.

لذا با توجه به مطالب ارائه شده در بالا، می‌توان مواردی را به عنوان پیشنهاد اجرایی عنوان نمود: صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح مثل سایر صندوق‌های بازنشستگی از لحاظ نسبت پشتیبانی از نقطه سر به سری عبور کرده و به جهت تأمین منابع از بودجه عمومی کشور، بنابر شرایط بوجود آمده قادر به تأمین منابع نیست، لذا مجبور به واگذاری دارایی‌های خود از جمله املاک خود قبل از مولدسازی جهت تأمین منابع مالی می‌شود، در حالی که می‌تواند با ایجاد ارزش افزوده بر روی این دارایی‌ها، منابع مالی پایداری را خلق نموده و همواره در اختیار صندوق باقی بماند. علاوه بر این همانطور که گفته شد این منابع در شرایط عادی از نقدشوندگی کمی برخوردار بوده و از همه مهم‌تر اینکه فروش دارایی، تأمین مالی پایدار نمی‌باشد. لذا تأسیس نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌تواند راهکار مناسبی برای تأمین مالی پایدار در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح باشد.

در صورت عدم وجود ساختارهای سازمانی مناسب به منظور تأسیس و راه‌اندازی نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در نیروهای مسلح، پیشنهاد می‌شود این ارگان با آورده املاک خود در سایر صندوق‌های املاک مستغلات در حال تأسیس در کشور، به عنوان سهامدار با یک مدیریت حرفه‌ای، ریسک تأسیس و مسائل راه‌اندازی را کاهش داده و از مزایای این نهاد سرمایه‌گذاری بهره‌مند گردند.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ادبی فیروزجایی، باقر (۱۳۹۶). چالش‌ها و راهکارهای صندوق‌های بازنشستگی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، فصلنامه اقتصاد دفاع، دوره ۲، شماره ۶، ص ۱۱-۳۰.
- بان، حسن (۱۳۸۸). پایه مالیاتی REIT ها، مالیاتی نوین در بازارهای مسکن و سرمایه، فصلنامه علمی سازمان امور مالیاتی کشور، دوره ۱۷، شماره ۷، ص ۱۵۵-۱۸۴.
- بانک جهانی (۱۳۸۵). نظام بازنشستگی در ایران: چالش‌ها و فرصت‌ها، ترجمه صابر شیبانی اصل، تهران، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور.
- حسینی، سید شمس‌الدین و ادبی فیروزجایی، باقر (۱۳۹۷). ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و راهکارهایی برای استحکام بخشی آن در جمهوری اسلامی ایران، فصلنامه اقتصاد دفاع، دوره ۳، شماره ۷، ص ۹-۳۶.
- دشت‌بانی، یاور و ملاپهرامی، احمد (۱۳۹۷). الگوی مطلوب تامین مالی نیروهای مسلح در ایران: کاربرد روش تصمیم‌گیری چند معیاره بر اساس تجربه کشورهای منتخب، فصلنامه اقتصاد دفاع، دوره ۳، شماره ۹، ص ۹-۳۸.
- روغنی زده، مصطفی (۱۳۹۵). مصاحبه تحت عنوان: جور سنگین دولت بر گردن دولت - بحران آینده صندوق بازنشستگی از تصور خارجند، تهران، ویژه نامه اقتصادی شرق.
- سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه (۱۳۸۹). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، چاپ هشتم، انتشارات آگاه.
- فتحی، سعید و ریسمانچیان، ملودی (۱۳۸۸). بررسی ابعاد صندوق‌های سرمایه گذاری املاک و مستغلات (REIT) و عوامل موثر بر بازده آن، دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران.
- فرهادی پور، محمد رضا (۱۳۸۶). حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی و ابلاغیه اصل ۴۴ قانون اساسی، مجلس و پژوهش، دوره ۱۳، شماره ۵۴، ص ۱۳۳-۱۵۴.
- قاسمی، مجتبی (۱۳۸۸). اصلاح سیستم PAYG (گذار به یک سیستم مستمری اندوخته گذاری)، مندرج در: تحولات نظام‌های بازنشستگی در جهان، قم، انتشارات صفحی.
- گرجی پور، اسماعیل (۱۳۹۵). اسناد سیاستی نظام تأمین اجتماعی چندلایه کشور، تهران، موسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی، معاونت رفاه اجتماعی، دفتر بیمه‌های اجتماعی با همکاری کمیسیون اجتماعی دولت.
- ماشین چیان، محمد (۱۳۹۵). مصاحبه تحت عنوان: بحرانی از جنس تهدید امنیت ملی - چطور دولت به صندوق‌ها بدهکار شد؟ تهران، ویژه نامه اقتصادی شرق.

- میر، سیدجواد؛ گنجیان، مهدی و فروهش تهرانی، غلامرضا (۱۳۹۳). چالش ها و راهکارهای صندوق های بازنشتی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشتی جهاد کشاورزی، فصلنامه سیاست های راهبردی کلان، دوره ۲، شماره ۷، ص ۱۱۱-۱۳۹.
- یارمحمدی، رضا؛ آذر، عادل و مصباحی مقدم، غلامرضا (۱۳۹۶). شناسایی و اولویت بندی معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی، مطالعات اقتصاد اسلامی، دوره ۹، شماره ۱۸، ص ۸۷-۱۱۶.

منابع لاتین

- Chen, S. W., & Shen C. H. (2012). Examining the stochastic behavior of REIT returns: Evidence from the regime switching approach. *Economic Modelling*, 29(2), 291-8.
- Chonloy, p. (1999). housing, Illiquidity, and wealthin. *journal of real Estate finance and economics*, 19 (1), 69-83
- Donnelly, K. J. (2012). *Property Asset Management in Central Government*. Northern Ireland Audit Office (NIAO).
- Fecht, F., & Wedow, M. (2014). The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany. *Journal of financial intermediation*. 23(3), 376-399.
- Mayer, C. J., & Somerville, C. T. (1996). Regional housing supply and credit constraints. *New England Economic Review*, 39-51.
- Shakeri, M., Yeganeh, RST., & Teharni, R. A. (2013). Survey on Over Confidence under Increasing Inflation in Tehran Stock Exchange and Tehran Real Estate Market. *American Journal of Scientific Research*. (89), 97-108.
- Shi, Y.F., & Song, P.P. (2017). *Improvement Research on the Project Loan Evaluation of Commercial Bank Based on the Risk Analysis*, Computational Intelligence and Design (ISCID), 10th International Symposium on. Vol. 1. IEEE.

Presenting a model of utilizing Real Estate Investment Trust (REIT) for financing and generating assets for the armed forces pension fund

Mohsen Rasoulia¹
Yavar Dashbani²
Mohammadreza Golkani^{3*}

Abstract

The Armed Forces pension functions based on the "pay and you go" system. Therefore, working people's insurance premiums is the main method of paying for pensions. Yet, the ratio of those who support the fund (like many other pension funds) is decreasing.

According to studies, real estate accounts for a large part of the assets of the armed forces. Due to the development of the cities many of these assets are now located within urban areas; By law, the armed forces are required to move their bases outside the metropolitan areas. Thus, such properties are often abandoned without creating added value and productivity.

Financing is a critical issue for many developing countries. Securitization is a recent financial engineering innovation that has revolutionized financing methods. Using this method, every asset that can generate a cash flow is utilized as a support, while increasing the credit rating through different techniques and mechanisms. Thereby, the risk of those assets is shared among investors, allowing financing with more favorable conditions.

The present study can be categorized as a descriptive survey in terms of its practical purpose and in terms of data collection methods. The data for this paper was collected from library sources and through conducting a questionnaire of experts in the field of finance. To analyze the data, this study employed pairwise comparisons in hierarchical analysis with a 9-point hourly spectrum and using Expert Choice and Excel softwares.

The results of this research indicate that financing through the establishment of a real estate fund is more beneficial than methods such as loans, equity, partnership bonds and sukuk. Therefore, it can be concluded that the definition of appropriate financing tools in the Armed Forces Pension Fund can firstly lead to the generation of assets for the fund, and secondly, financing the fund can be undertaken through the most appropriate method, and thirdly it can contribute to the development of the country.

Keywords: Real estate investment trust, Financing, Financial assets, Production of assets.

¹ Associate Professor, Department of Industrial Management, Faculty of Management, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran. (M_rsl@yahoo.com)

² PhD in Economics, Faculty of Economics, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran. (Yavar_dashbani@yahoo.com)

³ PhD in Financial Management, Faculty of Management, University of Tehran, Iran. Corresponding Author. (rezagolkani@gmail.com)