



## Proposing an Optimal Model for the endowment of a Future Fund for Army Personals based on Investment in Securities

Mohammad Mehdi<sup>1\*</sup>, Seyyed Hasan Hosseini<sup>2</sup>, Mohammad Hossein Norouzi<sup>3</sup>

1. Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Management, Imam Ali Army Officer University, Tehran, Iran. Corresponding Author. Email: [Mohamad.mehdi@ut.ac.ir](mailto:Mohamad.mehdi@ut.ac.ir)

2. Associate Professor, Department of Management, Faculty of Management, Imam Ali Army Officer University, Tehran, Iran. Email: [Sh.hosseini81@yahoo.com](mailto:Sh.hosseini81@yahoo.com)

3. M.A., Department of Financial Management, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: [mh.norouzi93@gmail.com](mailto:mh.norouzi93@gmail.com)

### Article Info

#### Article type:

Research Article

#### Article history:

Received: 09-04-2024

Accepted: 21-07-2024

#### Keywords:

Future fund of army employees, investing in securities, Mixed approach.

### Abstract

The objective of the present paper was to propose a new optimal model for the endowment of a future fund for the personals of the army via investment in securities. The current study can be classified as applied-developmental in terms of its goals, and as descriptive research in terms of method of data collection. To achieve its objectives, the paper relied on a qualitative research design with an exploratory approach. The community of participants in the qualitative section included university professors and senior investment managers active in the financial market; 10 of whom were selected through theoretical sampling. The statistical population for the quantitative segment encompassed a small portion of the financial staff and the army future fund, out of whom a sample size of 384 people was gathered using the Cochran formula. The methodology for data collection consisted of conducting semi-structured interviews and researcher-designed questionnaires. The validity of the interview was confirmed across the four criteria of validity, transferability, confirmability and reliability. Reliability of the qualitative analysis was estimated to be 0.676 through the calculation of the Holstein coefficient, and 0.639 through the calculation of the Kappa coefficient. Regarding the quantitative aspect, formal, content, convergent and divergent validity were all taken into consideration. Reliability was also evaluated and confirmed through the estimation of Cronbach's alpha, as well as combined reliability and Rho coefficients. Data analysis in the qualitative segment relied on the grounded theory method and, the quantitative aspect utilized the partial least squares method.

The findings of the research indicate that the factors influencing the establishment of a future fund for army personal include: registration and management of the fund; laws and regulations; And the provision of psychological resources. In this regard, providing financial resources for the fund has a background role whilst risk management obtains an interventionist role. Finally, strategic factors that lead towards increasing competitiveness of the fund include: investing in securities that contribute to the economic efficiency of the army and the diversification of financial resources.

**Cite this article:** Mehdi, Mohammad., Hosseini, Seyyed Hasan., & Norouzi, Mohammad Hossein. (2024). Proposing an Optimal Model for the endowment of a Future Fund for Army Personals based on Investment in Securities. *Journal of Defense Economics & Sustainable Development*, 9 (31), 105-124.

[10.1001.1.25382454.1403.9.31.5.9](https://doi.org/10.1001.1.25382454.1403.9.31.5.9)



© The Author(s) 2024. 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)



## طراحی الگوی مطلوب راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار

محمد مهدی<sup>۱\*</sup>، سیدحسن حسینی<sup>۲</sup>، محمدحسین نوروزی<sup>۳</sup>

۱. استادیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه افسری امام علی ارتش، تهران، ایران. نویسنده مسئول.

رایانامه: [Mohamad.mehdi@ut.ac.ir](mailto:Mohamad.mehdi@ut.ac.ir)

۲. دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه افسری امام علی ارتش، تهران، ایران.

رایانامه: [Sh.hosseini81@yahoo.com](mailto:Sh.hosseini81@yahoo.com)

۳. کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

رایانامه: [mh.norouzi93@gmail.com](mailto:mh.norouzi93@gmail.com)

### چکیده

### اطلاعات مقاله

#### نوع مقاله:

مقاله علمی

#### تاریخچه مقاله:

تاریخ ارسال: ۱۴۰۳/۰۱/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۴/۳۱

#### واژگان کلیدی:

صندوق آتیه کارکنان ارتش،

سرمایه‌گذاری در اوراق

بهادار، رویکرد آمیخته.

این پژوهش با هدف طراحی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار انجام شد. مطالعه حاضر از نظر هدف کاربردی-توسعه‌ای و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها یک پژوهش توصیفی است. برای دستیابی به هدف از طرح پژوهش کیفی با رویکردی اکتشافی استفاده شد. جامعه مشارکت‌کنندگان بخش کیفی شامل اساتید دانشگاهی و مدیران ارشد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی است که ۱۰ نفر به شیوه نمونه‌گیری نظری انتخاب شدند. جامعه آماری بخش کمی نیز از کارکنان مالی و صندوق آتیه ارتش بودند که با فرمول کوکران نمونه‌ای به حجم ۳۸۴ نفر با روش در دسترس انتخاب شدند. ابزار گردآوری داده‌ها، مصاحبه نیم‌ساختاریافته و پرسشنامه محقق‌ساخته بود. روایی مصاحبه براساس چهار معیار اعتبارپذیری، انتقال‌پذیری، تاییدپذیری و اطمینان‌پذیری تایید شد. پایایی تحلیل کیفی با محاسبه ضریب هولستی به میزان ۰/۶۷۶ و ضریب کاپا ۰/۶۳۹ مطلوب برآورد گردید. در بخش کمی نیز از روایی صوری، محتوایی، همگرا و واگر استفاده گردید. پایایی نیز با برآورد آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی و ضریب رو ارزیابی و تایید شد. تحلیل داده‌ها در بخش کیفی با روش گراند تئوری و در بخش کمی با روش حداقل مربعات جزئی انجام شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ثبت و مدیریت صندوق؛ قوانین و مقررات و پشتیبانی و تأمین منابع روان‌شناختی بر راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش تأثیر می‌گذارند. در این رابطه تأمین منابع مالی صندوق نقش زمینه‌ای دارد و مدیریت ریسک نیز نقش مداخله‌گر دارد. عوامل راهبردی شامل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است که به بهره‌وری اقتصادی ارتش، تنوع منابع مالی و افزایش توان رقابتی منجر خواهد شد.

استناد به مقاله: مهدی، محمد؛ حسینی، سیدحسن و نوروزی، محمدحسین (۱۴۰۳). طراحی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری

در اوراق بهادار، ۱۲۴-۱۰۵، (۳۱)۹، ۲۰۱۰۰۱.۱.۲۵۳۸۲۴۵۴.۱۴۰۳.۹.۳۱.۵.۹



ناتشر: انجمن علمی اقتصاد دفاع ایران

© نویسندگان

## ۱. مقدمه

تغییرات وسیع جوامع انسانی، چشم انداز تغییرات جمعیت و توسعه نامتوازن صندوق‌های بازنشستگی به خصوص در دهه اخیر، سبب بروز مسئله جدیدی با عنوان بحران صندوق بازنشستگی در بسیاری از کشورها شد، از این رو، وجود الگویی اثربخش که منجر به تسهیل خدمات صندوق‌های آتیه شود یکی از اساسی‌ترین نیازهای مدیریت صندوق‌ها است (خانلو و همکاران، ۱۴۰۲). صندوق‌های بازنشستگی توسط کارفرمایان برای تسهیل و سازماندهی سرمایه‌گذاری بازنشستگی کارکنان ایجاد می‌شود (نیکبخت و همکاران، ۱۴۰۲). این صندوق‌ها به عنوان صندوق‌های مالی مستقل بین‌نسلی و به‌عنوان نهادهای مهم و تأثیرگذار بر شرایط اقتصادی جوامع، از طریق گردآوری حق بیمه‌های بازنشستگی مضمولین و انجام سرمایه‌گذاری این منابع در قالب سبد سرمایه‌گذاری و مدیریت آن، امکان تأمین نیازهای دوران بازنشستگی افراد را فراهم می‌آورند (دارابی و همکاران، ۱۴۰۳). وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری هم از جهت تجمیع سرمایه و تنوع بخشی به سبد و کاهش ریسک و هم از طریق سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در انتخاب دارایی‌های پر بازده و در زمان مناسب می‌تواند برای سرمایه‌گذاران ارزش افزوده ایجاد کند (لیو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴).

در میان بخش‌ها و صنایع گوناگون، تامین مالی و آینده نظامیان و کارکنان نیروهای نظامی از جایگاه و اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. نیروهای نظامی ضامن امنیت کشور و قوای دفاعی کشورها را تشکیل می‌دهند و باید برای جبران خدمت و بازنشستگی آنها تمهیدات لازم وجود داشته باشد (هیلشر<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). جایگاه حساس و استراتژیک ایران نیز ایجاب می‌کند تا تامین نیازهای مالی نیروهای مسلح کشور در رأس امور قرار گیرد. این در حالی است که به علت مسائل تحریمی و ناکارآمدی اقتصادی، صندوق‌های آتیه نیروهای مسلح در راستای ایفای تعهدات خود با کسری منابع نقدی روبه‌رو هستند (رسولیان و همکاران، ۱۴۰۱). سازمان بازنشستگی نیروهای مسلح بر اساس اصل ۱۳ قانون اساسی و قوانین اجرایی مکلف است، تمام ظرفیت‌های انسانی و فناوری نوین را به خدمت بگیرد تا بتواند به جمعیت تحت پوشش خود یعنی خانواده بزرگ بازنشستگان نیروهای مسلح در تمامی جنبه‌های حقوق و مزایا، رفاهی و فرهنگی خدمت نماید (ادبی فیروزجائی، ۱۳۹۸). بر اساس لوائح بودجه دولت در سال‌های اخیر، کمک دولت به پرداخت حقوق و مزایای بازنشستگان، وظیفه‌بگیران و مستمری‌بگیران صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح کشور، مبالغ قابل توجهی بوده و علاوه بر آن، این کمک‌ها رشد قابل توجهی در سال‌های اخیر داشته است. برای نمونه مجموع این دو ردیف بودجه در سال ۱۴۰۰ به میزان 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 نیروهای مسلح در دستیابی به اهدافش است (تک‌روستا، ۱۴۰۱).

یکی از راهکارهای مورد وثوق برای تامین مالی صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار است. با سرمایه‌گذاری منابع مالی موجود در بورس می‌توان از درآمدهای ناشی از این سرمایه‌گذاری برای بهبود

1. Liu et al.

2. Hilscher

خدمات رفاهی و تضمین آتیه کارکنان استفاده کرد (سانگیتا و سینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). فاصله زمانی میان دریافت حق بیمه و پرداخت خسارت و یا مستمری، منابع قابل توجهی را در اختیار صندوق‌های بازنشستگی قرار می‌دهد که این صندوق‌ها باید با بهره‌برداری شایسته از آنها، نه تنها از کاهش ارزش اندوخته جلوگیری کنند؛ بلکه پشتوانه لازم را برای عمل به تعهدات آتی خود فراهم سازند (بایار و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). صندوق‌های بازنشستگی برای آنکه قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه‌شدگان باشند بیشتر به سرمایه‌گذاری وجوه دریافتی از بیمه‌شدگان اقدام می‌کنند. این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند داخلی یا خارج از قلمرو کشور محل پیدایش صندوق باشد که مورد اخیر می‌تواند به روش سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در بازار بورس و اوراق بهادار کشور صورت گیرد (شیخی و همکاران، ۱۴۰۲). این بازار یکی از مهم‌ترین نقاطی است که توجه اشخاصی که می‌خواهند مازاد درآمدشان را در زمینه‌ای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کنند، به خود جلب می‌کند. بنابراین با بررسی و مطالعه بورس اوراق بهادار یک کشور، بسیاری از بازارهای سرمایه‌گذاری آن کشور را می‌توان تحلیل کرد و بهترین فرصت‌ها را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کرد (هوانگ و چو<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳).

اهمیت نقشی که صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند در ابعاد اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در جامعه داشته باشند بر کسی پوشیده نیست، از طرف دیگر تکلیف معیشت قشر بازنشسته و خانواده تحت سرپرستی آن‌ها در گروه نحوه فعالیت این صندوق‌ها می‌باشد. در دو دهه اخیر بحث در ماهیت و اصلاحات در نظام‌های بازنشستگی در دنیا اوج گرفته است و این مسئله تنها مربوط به کشورهای در حال توسعه نیست و اکثر کشورهای دنیا اقدام به اصلاح سیستم‌های بازنشستگی خود نموده و سیستم بازنشستگی جدیدی با مشارکت بخش خصوصی ایجاد کرده‌اند که در نهایت باعث بهبود عملکرد سیستم بازنشستگی، رفاه سالمندان، برقراری عدالت بین پرداخت‌ها و حقوق دریافتی، توسعه بازارهای مالی و توسعه اقتصادی کشورها شده است.

همچنین افزایش نرخ بیکاری بدلیل بحران‌های مالی اخیر بر کاهش نرخ مشارکت اقتصادی تاثیر بسزایی گذاشته و این عمل نیز باعث کاهش درآمد صندوق‌های بازنشستگی شده است. این دلایل مشکلات جدی برای صندوق‌های بازنشستگی ایجاد کرده‌اند و نگرانی‌هایی در مورد پایداری صندوق‌های بازنشستگی بوجود آمده است. از جمله اینکه در این مدل، به چگونگی رفتار سرمایه‌گذاران نهادی و طرز تبعیت سرمایه‌گذاران خرد (اتمی) توجه نمی‌کند. به عبارتی دیگر، در دنیای واقعی، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان بازیگران اصلی، رهبران تغییرات در بازار هستند و سرمایه‌گذاران اتمی، در مقابل تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی واکنش منطقی نشان می‌دهند. بنابراین شرایط واقعی به تعادل نش<sup>۴</sup> شبیه است. با عنایت به آنچه بیان شد، هدف این پژوهش طراحی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. بیشتر پژوهش‌هایی پیرامون صندوق‌های بازنشستگی نیروهای مسلح انجام شده است اما هیچ کدام از آن‌ها به صورت تخصصی به بررسی موانع، راهبردها، پیامدها و فرآیند طراحی الگوی راه‌اندازی یک صندوق

1. Sangeeta & Singh

2. Bayar et al.

3. Hwang & Cho

4. Nash equilibrium

سرمایه‌گذاری با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار نپرداخته است. در این مطالعه با رویکردی نوآورانه کوشش بر آن است تا الگویی پارادایمی راه‌اندازی صندوق آتیه به صورت تخصصی برای کارکنان ارتش ارائه گردد. مولفه‌های این الگو با مصاحبه‌های تخصصی با خبرگان و استعانت از روش‌های کیفی اکتشاف خواهند شد و روابط مولفه‌ها نیز با رهیافت نظام‌مند نظریه‌پردازی داده‌بنیاد تعیین خواهد گردید. بنابراین یک الگوی جدید، بدیع؛ منحصربه‌فرد و تخصصی برای کارکنان ارتش ارائه خواهد شد. لذا پژوهش حاضر به این پرسش کلیدی پاسخ می‌دهد که الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار چگونه است؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. مبانی نظری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری از مصادیق نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار شمرده شده‌اند که می‌توانند نقش بسزایی در اقبال عمومی به بازار بورس داشته باشند و با اتخاذ سیاست‌های مناسب می‌توانند در کاهش تورم، افزایش تولید و رونق اقتصاد ملی نقش اساسی ایفا نمایند (پیمانی و همکاران، ۱۴۰۲). صندوق آتیه کارکنان به منظور سازماندهی سرمایه‌های تامین شده توسط کارکنان و کارفرمایان تشکیل شده و هدف آن، ایجاد رشد پایدار و بلند مدت در ارزش دارایی‌هاست و پس از رسیدن کارکنان به پایان سنوات کاری، طبق رویه مشخص به آنان پرداخت می‌شود (حسینی و همکاران، ۱۳۹۶). صندوق آتیه کارکنان ارتش اهداف گوناگونی را دنبال می‌کند که عمده‌ترین آن عبارتند از: تامین رفاه، اعطای پاداش پایان خدمت، اعطای کمک هزینه معیشتی به کارکنان بازنشسته، از کارافتاده و وظیفه بگیر، تسویه مانده بدهی انواع تسهیلات مسکن، تعمیرات و ضروری دوران اشتغال کارکنان فوت شده، اعطای کمک هزینه دفن و کفن، سرمایه‌گذاری پس انداز و اقساط دریافتی از کارکنان، اعطای کمک‌های بلاعوض و تسهیلات بانکی به کارکنان، ارائه کلیه خدمات ضروری به خانواده همکاران متوفی، اعطای حق بیمه به از کارافتادگان و افرادی که دچار نقص عضو شده و انجام سایر فعالیت‌های رفاهی و معیشتی متناسب با نیاز کارکنان ارتش. یکی از راهکارهای تامین مالی و زاینده‌سازی اعتبارات این صندوق سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار است.

نظریه‌های سبد سرمایه‌گذاری به دسته سنتی، مدرن و فرامدرن قابل دسته‌بندی هستند. نظریه‌های سنتی شامل نظریه «داو جونز<sup>۱</sup>»، «گام تصادفی» و «طرح‌های الگوریتم» است. این نظریه‌ها بر افزایش درآمد و ارزش سبد سرمایه‌گذاری تمرکز دارند. همچنین انتظارات درآمدی و نقدینگی، امنیت سرمایه‌گذاری و چارچوب زمانی تحقق اهداف مربوط را در نظر می‌گیرند (پلاتاناکیس و اورکوهارت<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). نظریه‌های مدرن شامل پنج نظریه اصلی است که عبارتند از: نظریه میانگین-واریانس مارکوویتز، قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، قیمت‌گذاری آربیتراژ، ارزش در معرض ریسک و مدیریت پرتفوی شارپ است. شبیه‌سازی تاریخی و شبیه‌سازی مونت کارلو نیز از

1. Dow Jones

2. Platanakis & Urquhart

زیرمجموعه‌های نظریه ارزش در معرض ریسک هستند (دیماک و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴). مهم‌ترین نظریه فرامدرن نیز ریسک نزولی یا نامتقارن از رام و فرگوسن می‌باشد. هدف نظریه‌های مدرن و فرامدرن، بیشینه‌سازی بازدهی و کمینه‌سازی سرمایه‌گذاری است. این رویکردها، سرمایه‌گذاران را به بهینه‌سازی پرتفوی خود برای بازده مورد انتظار در میزان مشخصی از ریسک تشویق می‌کنند (رشید و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). مطالعات متعددی نیز در این زمینه انجام شده است که در ادامه به تشریح آن پرداخته می‌شود.

## ۲-۲. پیشینه پژوهش

### ۲-۲-۱. مطالعات داخلی

دارایی و همکاران (۱۴۰۳) مطالعه‌ای با عنوان تعیین سبد بهینه سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری با استفاده از الگوهای مارکوویتز و ارزش در معرض ریسک انجام دادند. در میان سه حالت سبد سرمایه‌گذاری مطالعه شده، سبد حاصل از الگوی مارکوویتز با توجه به دارا بودن بالاترین نسبت بازدهی به ریسک، بهترین سبد سرمایه‌گذاری است.

خانلو و همکاران (۱۴۰۲) به مطالعه مدیریت دارایی-بدهی در صندوق بازنشستگی کشوری با استفاده از مدل برنامه ریزی تصادفی چندمرحله‌ای پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق و مقایسه آن با روش‌های سنتی مدیریت دارایی-بدهی صندوق مورد مطالعه نشان داد که در صورت استفاده از مدل پیشنهادی، طی یک دوره ۲۰ ساله در آینده ارزش دارایی‌های صندوق نسبت به روش سنتی رشد بیشتری خواهد داشت.

شیخی و همکاران (۱۴۰۲) ضرورت‌ها، روش‌ها، و چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد در عصر کنونی بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی بر مبنای ضرورت‌هایی چون کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری، محدودیت بازار سرمایه داخلی، و بازدهی اندک سرمایه‌گذاری در بازار داخلی کشورشان مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی کرده‌اند.

نیکبخت و همکاران (۱۴۰۲) چارچوبی برای تدوین الگوی بهینه گزارشگری مالی صندوق‌های بازنشستگی در ایران ارائه کردند. مقوله‌های اصلی این چارچوب شامل عدم انطباق استاندارد با شرایط ایران، دانش و آگاهی حوزه‌های تأثیرگذار و عدم وجود نهاد ناظر بر گزارشات اکچوئری هستند.

ابراهیم نژاد و همکاران (۱۴۰۱) مطالعه‌ای تحت عنوان هزینه‌های معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و اثر آن بر عملکرد صندوق‌ها انجام دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد معاملات زیاد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، قادر نیست عملکرد آنها را بهبود دهد و در بهترین حالت، هزینه‌های معاملاتی را پوشش می‌دهد.

غلامی و همکاران (۱۴۰۰) راهبردهای پیشگیری از بحران‌های ناشی از وضعیت صندوق‌های بازنشستگی را بررسی کردند. این مطالعه با تحلیل سوات به پنج راهبرد و بیست راهکار برای پیشگیری از بحران‌های ناشی از وضعیت صندوق‌های بازنشستگی منتهی گردید.

1. Dimmock et al.

2. Rasheed et al.

مزینی و همکاران (۱۳۹۹) رویکردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد معاملات زیاد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، قادر نیست عملکرد آنها را بهبود دهد و در بهترین حالت، هزینه‌های معاملاتی را پوشش می‌دهد.

### ۲-۲-۲. مطالعات داخلی

لیو و همکاران (۲۰۲۴) مطالعه‌ای در زمینه پتانسیل صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه برای سرمایه‌گذاری در منابع انجام دادند که نتایج آن نشان داد با استفاده از نقدینگی این صندوق‌ها در بازار بورس و تشکیل سبد سهام بهینه می‌توان به مولدسازی دارایی‌ها کمک عدیده‌ای نمود.

بریگنارد و سالوا<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) مطالعه‌ای تحت عنوان مدیریت صندوق بازنشستگی و تخصیص دارایی در کشور سوئیس انجام دادند. در این مطالعه استدلال شد که یک سیاست سرمایه‌گذاری جامع احتمالاً به عنوان نماینده‌ای برای تخصیص مالی موجود در صندوق عمل می‌کند.

براساس نتایج پژوهش کنتور و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) پیرامون هدایت سرمایه‌گذاری خارجی جهت تامین هزینه‌های نظامی نشان داد شبکه جهانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر مثبتی بر هزینه‌های نظامی، بدون سایر پیش‌بینی‌کننده‌های مرتبط دارد.

چن و همکاران (۲۰۲۳) مطالعه‌ای با عنوان انتخاب پرتفوی با دارایی غیر نقدشونده برای سرمایه‌گذار صندوق بازنشستگی انجام دادند. نتایج ثابت کرد که در انواع تنظیمات مدل بازار از طریق تجزیه و تحلیل‌های گسترده قابل اجرا هستند. در نهایت، چندین یافته عددی نشان داده شده است.

یاروایا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) مطالعه‌ای با هدف ارزیابی تأثیر درگیری نظامی اوکراین و روسیه بر بازده و جریان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سهام در کشورهای مختلف انجام دادند. به طور مشابه، قرار گرفتن در معرض سرمایه‌گذاری نسبت به کشورهای متخاصم و کشورهای ناتو به جز کشورهای ممتنع، نامطلوب است.

همانگونه که ملاحظه می‌شود در سال‌های اخیر مطالعات گوناگونی پیرامون درآمدزایی صندوق‌های بازنشستگی انجام شده است اما کمتر مطالعه‌ای با محوریت ارائه الگویی برای سرمایه‌گذاری در بازار بورس صورت گرفته است. مطالعات انجام شده بیشتر جنبه کاربردی داشتند و پژوهش بنیادی کمتر صورت گرفته است. همچنین مطالعه‌ای به صورت تخصصی به صندوق آتیه کارکنان ارتش نپرداخته است. بنابراین با توجه به خلاء پژوهشی موجود در این مطالعه به ارائه الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار پرداخته شده است.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش به منظور طراحی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار صورت گرفت. از آنجا که یافته‌های این پژوهش برای مدیران نیروهای مسلح و ارتش جمهوری

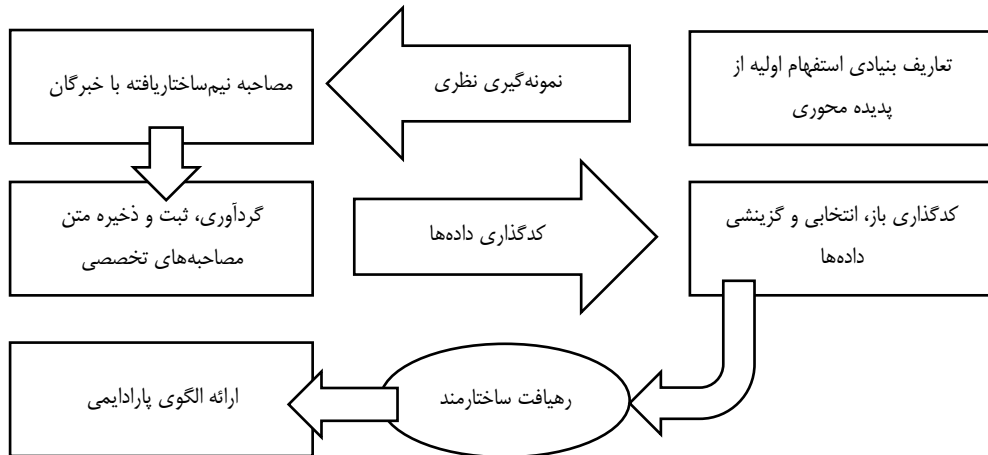
1. Bregnard & Salva

2. Kentor et al.

3. Yarovaya & Mirza

اسلامی قابل استفاده است بنابراین به لحاظ هدف یک پژوهش کاربردی-توسعه‌ای است و از لحاظ روش گردآوری داده‌ها نیز یک پژوهش توصیفی-پیمایشی است. از منظر فلسفی این پژوهش مبتنی بر پارادایم عمل‌گرایی است لذا با رویکرد استقرایی-قیاسی انجام شد و از طرح پژوهش آمیخته اکتشافی و به‌طور مشخص روش گراند تئوری با رویکردی استقرایی استفاده گردید.

جامعه مشارکت‌کنندگان بخش کیفی پژوهش شامل خبرگان نظری (اساتید دانشگاهی) و خبرگان تجربی (مدیران ارشد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی) بود که در زمینه صندوق آتیه کارکنان ارتش آگاهی داشتند. برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری نظری استفاده گردید چرا که به زعم گلنیز و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۶۸) برای روش داده‌بنیاد مناسب‌تر است. نمونه‌گیری نظری فرایند گردآوری داده برای تولید نظری است که پژوهشگر به‌طور همزمان داده‌هایش را گردآوری، کدگذاری و تحلیل می‌کند. همچنین تصمیم می‌گیرد برای بهبود نظریه خود تا هنگام ظهور آن، در فرایند چه داده‌هایی گردآوری و در کجا آنها را پیدا کند (کرسول و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). براساس دیدگاه میلر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) از پنج معیار کلیدی بودن، سرشناس بودن، دانش نظری، تنوع و انگیزه مشارکت برای انتخاب مشارکت‌کنندگان در تحلیل کیفی استفاده شد. جامعه آماری بخش کمی نیز شامل مدیران، کارشناسان و کارکنان امور مالی و صندوق آتیه کارکنان ارتش جمهوری اسلامی است. برای برآورد حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شد و به این ترتیب ۳۸۴ نفر با روش نمونه‌گیری در دسترس برای بخش کمی پژوهش استفاده شدند.



شکل شماره (۱) گام‌های نظریه‌پردازی داده‌بنیاد با روش ساختارمند

منبع: خاکی، ۱۴۰۱

1. Glaser et al.  
2. Creswell et al.  
3. Miller et al.



مراحل تحلیل کیفی در شکل (۱) ارائه شده است. برای گردآوری داده‌ها در بخش کیفی از دیدگاه ۱۰ نفر از اساتید دانشگاهی و مدیران ارشد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی استفاده شد. برخی از خبرگان هم سابقه دانشگاهی و هم سابقه فعالیت در بازار بورس داشتند و کوشش شد تا از دیدگاه افرادی استفاده شود که در زمینه صندوق‌های بازنشستگی، بازار بورس و شرایط نیروهای مسلح، آگاهی و سابقه‌کاری داشته باشند. خبرگان دارای مدرک تحصیلات تکمیلی بودند و میانگین سابقه‌کاری آنها بالای ۱۵ سال بوده است. مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. نقطه اشباع، بیان‌کننده پایایی پژوهش با روش گراند تئوری است زیرا در این نقطه به تکرار داده‌های پژوهش می‌پردازند و این تکرار داده‌ها و پیامدهای آن در روش‌شناسی نشان‌دهنده پایایی روش پژوهش است (خاکی، ۱۴۰۱). در این پژوهش پس از مصاحبه هشتم، تکرار در نتایج حاصل شد و تحلیل داده‌ها به کدها و سازه‌های جدیدی منتهی نشد با این وجود برای اجتناب از اشباع نظری کاذب، ۲ مصاحبه دیگر نیز صورت گرفت و در نهایت ۱۰ مصاحبه با خبرگان انجام شد. در بخش کمی پژوهش نیز از پرسشنامه محقق ساخته برای گردآوری داده‌ها استفاده گردید. این پرسشنامه با عنایت به کدهای شناسایی شده در بخش کمی طراحی شد و در نهایت ۱۰ مولفه اصلی و ۵۵ گویه با طیف لیکرت پنج درجه در نظر گرفته شد. برای اعتبارسنجی مصاحبه‌های انجام شده از روش پیشنهادی هولستی<sup>۱</sup> استفاده شد.

$$PAO = \frac{2M}{N1 + N2} = \frac{236}{298 + 365} = 0.712$$

کدگذاری دو بار انجام گرفت و «درصد توافق مشاهده‌شده»<sup>۲</sup> ۰/۷۱۲ بدست آمد که از ۰/۶ بیشتر بوده و مقدار قابل قبولی است. همچنین کاپای کوهن نیز ۰/۶۳۹ و بزرگ‌تر از ۰/۶ برآورد گردید بنابراین پایایی بخش کیفی مطلوب می‌باشد. روایی پرسشنامه با روش روایی صوری (نظرخواهی از اساتید) و برآورد نسبت روایی محتوایی (CVR) ارزیابی گردید. پایایی پرسشنامه نیز در یک مطالعه اولیه در میان ۳۰ نفر ۰/۸۰۹ برآورد و مطلوب ارزیابی شد. همچنین پس از تحلیل آماری نیز از روایی همگرا، روایی واگرا، پایایی ترکیبی، ضریب رو و آلفای کرونباخ برای هر یک سازه‌ها استفاده شد که در ادامه نتایج آن ارائه شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها در بخش کیفی برای ارائه مدل پارادایمی پژوهش با روش نظریه‌پردازی داده‌بنیاد براساس رهیافت نظام‌مند اشتراوس و کوربین در نرم‌افزار MaxQDA 20 انجام شد. اعتبارسنجی مدل با روش حداقل مربعات جزئی (PLS-SEM) در محیط Smart PLS 3 انجام شد.

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

در بخش کیفی ۲۱ نفر شامل ۷ نفر از اساتید دانشگاهی و ۱۴ از خبرگان صنعت مشارکت کردند. از منظر جنسیت ۱۶ نفر مرد و ۵ نفر زن بودند. از منظر تحصیلات ۵ نفر کارشناسی ارشد و ۱۶ نفر دکتری داشتند. از منظر سابقه کاری ۹ نفر بین ۱۵ تا ۲۰ سال و ۱۲ نفر بیش از ۲۰ سال سابقه‌کاری داشتند.

1. Holsti

2. Percentage of Agreement Observation, PAO

جهت شناخت سازه‌های زیربنایی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مصاحبه‌های تخصصی نیم‌ساخت‌یافته با اساتید دانشگاهی و مدیران ارشد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی صورت گرفت. در این مرحله پیش از شروع مصاحبه ۶ سوال باز در نظر گرفته شد و در طول فرایند مصاحبه نیز مطابق پیش‌بینی سوالات جدیدی نیز مطرح گردید. برای آشنایی با عمق و گستره محتوایی داده‌ها، اقدام به بازخوانی مکرر داده‌ها و خواندن داده‌ها به صورت فعال (جستجوی معانی و الگوها) گردید. نتایج مصاحبه‌ها با روش گراند تئوری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای این منظور متن مصاحبه‌ها چندین بار مطالعه و مرور شد. سپس داده‌ها به واحدهای معنایی در قالب جملات و پاراگراف‌های مرتبط با معنای اصلی شکسته شد. واحدهای معنایی نیز چندین بار مرور و سپس کدهای مناسب هر واحد معنایی نوشته و کدها براساس تشابه معنایی طبقه‌بندی شد. جریان تجزیه و تحلیل با اضافه شدن هر مصاحبه به همین ترتیب تکرار شد. مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. ملاک دستیابی به اشباع نظری رسیدن به تکرار در کدهای استخراجی بوده است. گراند تئوری مبتنی بر روش پیشنهادی اشتراوس و کوربین<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) شامل کدگذاری باز، محوری و انتخابی صورت گرفت. متن مصاحبه‌ها که پیش از آن به صورت فایل متن وارد نرم‌افزار شود بارها مورد مطالعه قرار گرفت و نکات کلیدی آن‌ها به صورت کد وارد نرم‌افزار MaxQDA شد. در مرحله کدگذاری باز ۳۱۳ کد شناسایی گردید. در نهایت از طریق کدگذاری محوری به ۳ کد گزینشی، ۱۳ کد محوری و ۱۰۸ کد باز دست پیدا شد. کدهای الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش مستخرج از مصاحبه‌ها به روش گراند تئوری در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول شماره (۱) کدهای الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش

کدگذاری گزینشی	کدگذاری محوری	کدگذاری باز
شرایط علی	ثبت و مدیریت صندوق	ثبت در مرجع مربوطه و فرآیند ثبت شرکت مشترک
		الگوسازی سید سهام شرکت‌های بورسی
		شایسته‌سالاری در انتصاب مدیر صندوق
		آگاهی از بازار سرمایه، تجارت سهام، مدیریت ریسک و مهارت‌های دیگر
		تدوین استراتژی‌ها و طرح‌ریزی متناسب با هدف‌ها و نیازهای صندوق
	قوانین و مقررات	رعایت قوانین و مقررات مربوط به صندوق آتیه و سرمایه‌گذاری بورس
		برقراری تعامل با نهادهای ذی‌صلاح و نظارتی
		انطباق با قوانین و مقررات موجود
		آگاهی از قوانین بورس و سازمان حسابرسی
		قوانین و مقررات مرتبط با آموزش کارکنان
پشتیبانی و تأمین منابع روان‌شناختی	توانمندسازی کارکنان، مدیریت استرس و پشتیبانی روحی و روانی آنها	
	ارائه اطلاعات مناسب در مورد عملیات سرمایه‌گذاری	
	شفافیت و اعتماد عمومی	
	استقلال صندوق، تأمین منابع مالی، همکاری کارکنان	

1. Strauss &amp; Corbin

کدگذاری گزینشی	کدگذاری محوری	کدگذاری باز
		پشتیبانی دولتی
شرایط زمینه‌ای	تأمین منابع مالی صندوق	تأمین بودجه لازم برای راه اندازی صندوق و سرمایه‌گذاری در بازار
		تأمین سرمایه اولیه برای سرمایه‌گذاری و منابع مالی مستقل
		مشارکت و همکاری ذینفعان ارتش با صندوق
		آگاهی و تمایل به سرمایه‌گذاری و اهداف صندوق
پدیده محوری	راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش	جذب سرمایه از کارکنان ارتش
		کسب درآمدهای پایدار
		تحقق سودهای مطمئن و پایدار از سرمایه‌گذاری‌ها
		استفاده از فناوری‌های مالی
شرایط مداخله‌گر	مدیریت ریسک	تشکیل تیم مدیریتی مجرب
		مدیریت دارایی‌ها
		تعیین ساختار حقوقی
		تحریم‌ها
راهبردها و اقدامات	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار	محدودیت‌های قوانین بانکی، بیمه‌ای یا قوانین سرمایه‌گذاری
		دستورها و محدودیت‌هایی توسط واحدهای بالاتر در سازمان‌ها
		عدم پیش‌بینی صحیح بازار
		طبیعت پرنریسک بازار بورس
پیامد	بهره‌وری اقتصادی ارتش	اثرگذاری منفی تصمیمات سیاسی
		ریسک مربوط به نوسانات قیمت سهام
		تحقیق و تحلیل بازار
		مدیریت پرتفوی فعال
تنوع منابع مالی		مانیتورینگ و نظارت
		ارتباطات و آموزش
		استراتژی مشارکت و همکاری
		جذب و تنوع سرمایه
		استراتژی نوآوری و فناوری
		حفظ سرمایه ارتش
		افزایش رفاه کارکنان ارتش
		بهبود کیفیت زندگی کارکنان ارتش در دوران بازنشستگی
		توسعه و بهینه‌سازی زمینه‌های اقتصادی
		کاهش هزینه‌ها
		افزایش کارایی اقتصادی
		کاهش وابستگی به بودجه دولتی یا اعتبارات بانکی
		حفظ استقلال مالی
		تأمین نیازهای با استفاده از دستاوردهای سرمایه‌گذاری خود
		تنوع منابع مالی
		توسعه بازار سرمایه

کدگذاری گزینشی	کدگذاری محوری	کدگذاری باز
	افزایش توان رقابتی	افزایش حجم سرمایه‌گذاری
		افزایش قدرت و عمق بازار
		نفوذ ارتش در بازار بورس
		افزایش توان دفاعی کشور
		حفظ امنیت کشور

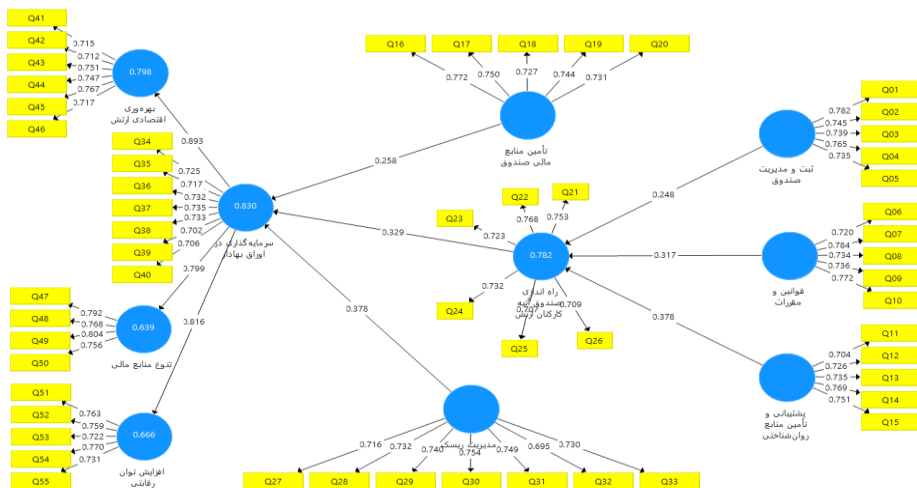
منبع: یافته‌های پژوهش

در فرایند نظریه‌پردازی داده‌بنیاد پس از گردآوری داده‌ها، تجزیه و تحلیل و تفسیر آن‌ها نوبت به ارائه الگوی پارادایمی، نتیجه‌گیری و جمع‌بندی پژوهش می‌رسد. با بررسی وضعیت موجود، داده‌های به دست آمده در ۱۰ مقوله اصلی طبقه‌بندی می‌شوند. با نظر اساتید و کارشناسان امر، از کلیه کدهای به دست آمده از تحلیل کیفی محتوای مصاحبه‌ها، تعداد ۵۵ کد، جهت تبیین الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش به کار گرفته شد. شکل (۲) نشان‌دهنده مدل پارادایمی پژوهش می‌باشد که مطابق آن مقوله‌های اصلی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش عبارتند از: عوامل علی (ثبت و مدیریت صندوق؛ قوانین و مقررات و پشتیبانی و تأمین منابع روان‌شناختی)؛ پدیده محوری (راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش)، عوامل مداخله‌گر (مدیریت ریسک)، عوامل زمینه‌ای (تأمین منابع مالی صندوق)، عوامل راهبردی (سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار) و عوامل پیامدی (بهره‌وری اقتصادی ارتش؛ تنوع منابع مالی و افزایش توان رقابتی). شاخص‌های راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش شامل «کسب درآمدهای پایدار»؛ «تحقق سودهای مطمئن و پایدار از سرمایه‌گذاری‌ها»؛ «استفاده از فناوری‌های مالی»؛ «تشکیل تیم مدیریتی مجرب»؛ «مدیریت دارایی‌ها»؛ «تعیین ساختار حقوقی» است.

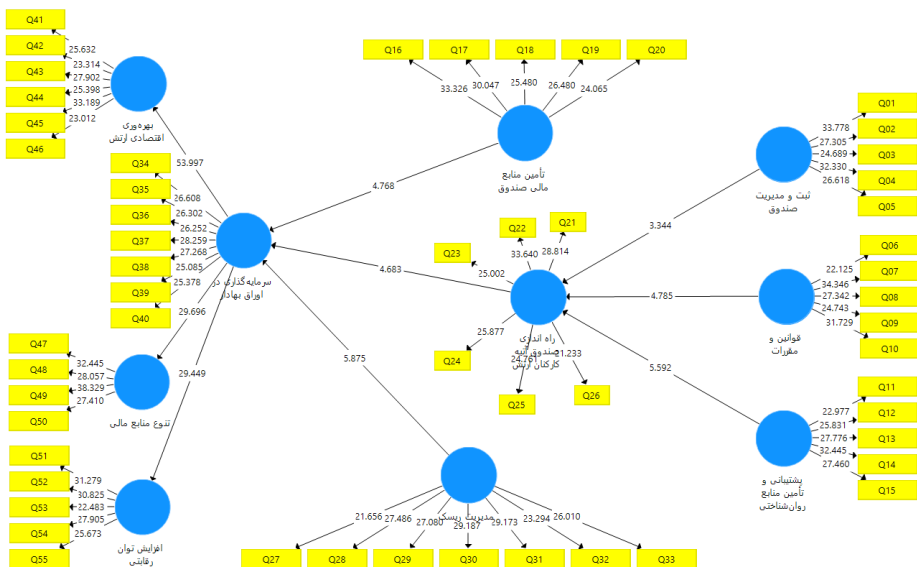


شکل شماره (۲) الگوی پارادایمی راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش  
منبع: یافته‌های پژوهش

پس از ارائه مدل اولیه، جهت اعتبارسنجی از روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شد. مدل ساختاری نهایی پژوهش در شکل (۳) نمایش داده شده است. در این مدل که خروجی نرم‌افزار Smart PLS است خلاصه نتایج مدل در حالت تخمین استاندارد ارائه شده است. آماره  $t$  و مقدار بوت استرپینگ برای سنجش معناداری روابط نیز در شکل (۴) آمده است.



شکل شماره (۳) الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار  
منبع: یافته‌های پژوهش



شکل شماره (۴) معناداری الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار  
منبع: یافته‌های پژوهش

بخش بیرونی مدل (مدل اندازه‌گیری) رابطه متغیرهای قابل مشاهده با متغیرهای پنهان را نشان می‌دهد. میزان رابطه سوالات با سازه‌های اصلی بوسیله بارعاملی نشان داده می‌شود. نتایج مندرج در شکل (۳) و (۴) نشان می‌دهد بارهای عاملی در تمامی موارد از  $0/6$  بیشتر است و آماره  $t$  نیز در تمامی موارد بزرگ‌تر از  $1/96$  می‌باشد. بنابراین بخش اندازه‌گیری مدل از اعتبار مناسبی برخوردار است. برای اطمینان بیشتر، مدل بیرونی (اندازه‌گیری) براساس شاخص روایی همگرا، ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ مورد ارزیابی قرار گرفت. میانگین واریانس استخراج شده (AVE) باید بزرگ‌تر از  $0/5$  و ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ بزرگ‌تر از  $0/7$  باشد (آذر و غلامزاده، ۱۳۹۸). خلاصه نتایج ارزیابی برازش مدل اندازه‌گیری در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول شماره (۲) بخش اندازه‌گیری الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش

AVE	ضریب رو (Rho)	پایایی ترکیبی (CR)	آلفای کرونباخ	سازه‌های اصلی
۰/۵۶۱	۰/۸۶۵	۰/۸۰۵	۰/۸۰۴	افزایش توان رقابتی
۰/۵۴۱	۰/۸۷۶	۰/۸۳۱	۰/۸۳۰	بهره‌وری اقتصادی ارتش
۰/۵۵۵	۰/۸۶۲	۰/۷۹۹	۰/۷۹۹	تأمین منابع مالی صندوق
۰/۶۰۹	۰/۸۶۲	۰/۷۸۷	۰/۷۸۶	تنوع منابع مالی
۰/۵۶۸	۰/۸۶۸	۰/۸۱۰	۰/۸۱۰	ثبت و مدیریت صندوق
۰/۵۳۶	۰/۸۷۴	۰/۸۲۸	۰/۸۲۷	راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش
۰/۵۲۱	۰/۸۸۴	۰/۸۴۷	۰/۸۴۷	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۰/۵۳۵	۰/۸۸۹	۰/۸۵۵	۰/۸۵۵	مدیریت ریسک
۰/۵۴۴	۰/۸۵۶	۰/۷۹۱	۰/۷۹۰	پشتیبانی و تأمین منابع روان‌شناختی
۰/۵۶۲	۰/۸۶۵	۰/۸۰۷	۰/۸۰۵	قوانین و مقررات

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول (۲)، مقدار میانگین واریانس استخراج شده (AVE) بزرگ‌تر از  $0/5$  است بنابراین روایی همگرا تایید می‌شود. ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ تمامی متغیرها بزرگ‌تر از  $0/7$  بوده بنابراین از نظر پایایی تمامی متغیرها مورد تایید است.

روابط بین سازه‌های اصلی با عنوان مدل درونی (بخش ساختاری) شناخته می‌شود. روابط میان سازه‌های اصلی (بخش ساختاری) براساس ضریب مسیر و آماره  $t$  مورد بررسی قرار گرفت. خلاصه نتایج آزمون روابط میان سازه‌های اصلی در جدول (۳) آمده است.

جدول شماره (۳) بخش ساختاری الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش

رابطه	ضریب مسیر	آماره t	محداری	اندازه اثر	نتیجه
تأمین منابع مالی صندوق ← سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار	۰/۲۵۸	۴/۷۶۸	۰/۰۰۰	۰/۱۰۳	تایید
ثبت و مدیریت صندوق ← راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش	۰/۲۴۸	۳/۳۴۴	۰/۰۰۱	۰/۰۷۷	تایید
راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش ← سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار	۰/۳۲۹	۴/۶۸۳	۰/۰۰۰	۰/۱۴۰	تایید
سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ← افزایش توان رقابتی	۰/۸۱۶	۲۹/۴۴۹	۰/۰۰۰	۱/۹۹۵	تایید
سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ← بهره‌وری اقتصادی ارتش	۰/۸۹۳	۵۳/۹۹۷	۰/۰۰۰	۳/۹۵۳	تایید
سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ← تنوع منابع مالی	۰/۷۹۹	۲۹/۶۹۶	۰/۰۰۰	۱/۷۶۸	تایید
مدیریت ریسک ← سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار	۰/۳۷۸	۵/۸۷۵	۰/۰۰۰	۰/۱۹۶	تایید
پشتیبانی و تأمین منابع روان‌شناختی ← راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش	۰/۳۷۸	۵/۵۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۶۶	تایید
قوانین و مقررات ← راه اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش	۰/۳۱۷	۴/۷۸۵	۰/۰۰۰	۰/۱۵۲	تایید

منبع: یافته‌های پژوهش

ضرایب مسیر در این بخش شدت و جهت رابطه را نشان می‌دهند و چون مقدار آماره t بزرگ‌تر از ۱/۹۶ است نشان می‌دهد ضرایب مسیر معنادار هستند. اندازه اثر ( $F^2$ ) میزان تغییراتی است که متغیرهای مستقل بر متغیرهای وابسته می‌گذارند. در واقع این شاخص نشان می‌دهد اگر یک متغیر مستقل حذف شود چه میزان تغییراتی در متغیر وابسته ایجاد می‌شود. این شاخص توسط کوهن ارائه گردید. مقدار ۰/۰۲ (ضعیف)، ۰/۱۵ (متوسط) و ۰/۳۵ (بزرگ) در نظر گرفته می‌شود (کوهن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). براساس نتایج اندازه اثر متغیرهای مستقل در تمامی موارد بالای حد متوسط یعنی ۰/۱۵ و در برخی موارد حتی بیش از ۰/۳۵ یعنی قوی بدست آمد. از شاخص ضریب تعیین<sup>۲</sup> ( $R^2$ ) و شاخص ارتباط پیش‌بین<sup>۳</sup> ( $Q^2$ ) برای سنجش قدرت پیش‌بینی مدل استفاده شد. این دو شاخص برای متغیرهای درون‌زا محاسبه می‌شوند. ضریب تعیین، بیانگر میزان تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیرهای مستقل است. هرچه مقدار ضریب تعیین سازه‌های درون‌زای مدل بیشتر باشد، نشان از برازش بهتر مدل است. سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان مقدار ملاک برای ضعیف، متوسط و قوی بودن برازش بخش ساختاری مدل به وسیله معیار ضریب تعیین است (چین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸). شاخص ارتباط پیش‌بین توسط استون و گیزر<sup>۵</sup> معرفی شد به همین خاطر گاهی با عنوان شاخص استون-گیزر نیز نامیده می‌شود. اگر مقدار ( $Q^2$ ) مثبت باشد نشان می‌دهد که مدل از توان پیش‌بینی مناسبی برخوردار است (هیر و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). شاخص‌های قدرت پیش‌بینی مدل ( $R^2$ ) و ( $Q^2$ ) در جدول (۴) گزارش شده است.

1. Cohen

2. Coefficient of determination

3. Predictive relevance

4. Chin

5. Stone & Geisser

6. Hair et al.



جدول شماره (۴) قدرت پیش‌بینی الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش

سازه‌های اصلی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	Q2
افزایش توان رقابتی	۰/۶۶۶	۰/۶۶۵	۰/۳۵۲
بهره‌وری اقتصادی ارتش	۰/۷۹۸	۰/۷۹۸	۰/۴۰۵
تنوع منابع مالی	۰/۶۳۹	۰/۶۳۸	۰/۳۶۸
راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش	۰/۷۸۲	۰/۷۸۰	۰/۳۹۲
سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار	۰/۸۳۰	۰/۸۲۹	۰/۴۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

براساس نتایج جدول (۴) مقدار ضریب تعیین افزایش توان رقابتی ۰/۶۶۶، بهره‌وری اقتصادی ارتش ۰/۷۹۸، راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش ۰/۷۸۲، تنوع منابع مالی ۰/۶۳۹ و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ۰/۸۳۰ گزارش شده است که مقدار قابل قبولی است. این نشان می‌دهد که متغیرهای مدل توانسته‌اند ۸۳٪ از تغییرات در سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را تبیین کنند. شاخص ( $Q^2$ ) نیز در تمامی موارد مثبت بدست آمده است بنابراین مدل از قابلیت پیش‌بینی مناسبی برخوردار است.

برای ارزیابی برازش مدل از شاخص GOF و RMS و SRMR استفاده می‌شود. برای شاخص GOF سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی معرفی شده است. برای شاخص RMS\_theta مقادیر زیر ۰/۱۲ نشان‌دهنده تناسب مدل است، در حالی که مقادیر بالاتر نشان‌دهنده عدم تناسب است. شاخص SRMR نیز بهتر است زیر ۰/۱ و خیلی سخت‌گیرانه کمتر از ۰/۸ باشد (حبیبی و جلال‌نیا، ۱۴۰۱). در این مطالعه شاخص GOF برابر ۰/۶۴۱ بدست آمد که از ۰/۳۶ بزرگ‌تر است. شاخص RMS\_theta میزان ۰/۰۹۸ بدست آمد که از ۰/۱۲ کمتر است. شاخص SRMR نیز ۰/۰۴۹ محاسبه گردید که از ۰/۰۸ کمتر است بنابراین برازش مدل مطلوب است.

## ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مطالعه الگوی مطلوب راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش با رویکرد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شامل ۱۰ مقوله اصلی و ۵۵ مقوله فرعی بدست آمد. ضریب مسیر تأمین منابع مالی صندوق بر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مقدار ۰/۲۵۸ بدست آمد و آماره t نیز ۴/۷۶۸ محاسبه شد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا کرد: این فرضیه تایید می‌شود. این نتیجه با نتایج مطالعه حسینی و همکاران (۱۳۹۷) با عنوان ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشتگی نیروهای مسلح و راهکارهایی برای استحکام بخشی آن در جمهوری اسلامی ایران همراستا می‌باشد. ضریب مسیر مثبت و مدیریت صندوق بر راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش مقدار ۰/۲۴۸ بدست آمد و آماره t نیز ۳/۳۴۴ محاسبه شد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا کرد: این فرضیه تایید می‌شود. به‌طور مشابه نتایج مطالعه بریگنارد و سالوا (۲۰۲۳) تحت عنوان مدیریت صندوق بازنشتگی و تخصیص دارایی نیز حاکی از نقش اثرگذار مدیریت صندوق بر راه‌اندازی و پیاده‌سازی صندوق‌های بازنشتگی است. ضریب مسیر راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش بر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مقدار ۰/۳۲۹ بدست

آمد و آماره  $t$  نیز  $4/683$  محاسبه شد. بنابراین با اطمینان  $95\%$  می‌توان ادعا کرد: این فرضیه تایید می‌شود. در مطالعه کنتور و همکاران (۲۰۲۳) نیز نشان می‌دهد که راه‌اندازی صندوق بازنشستگی دروازه ورود به بازارهای بورس است و از این جهت با نتایج مطالعه حاضر همسو می‌باشد. ضریب مسیر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بر افزایش توان رقابتی مقدار  $0/816$  بدست آمد و آماره  $t$  نیز  $29/449$  محاسبه شد. بنابراین با اطمینان  $95\%$  می‌توان ادعا کرد: این فرضیه تایید می‌شود. نتایج مطالعه فراگنبر و همکاران (۲۰۲۳) با عنوان شناسایی سیگنال‌های ضعیف کیفی ناشی از شیوه‌های کاری مدیریت دارایی برای تغذیه مدل‌های صندوق‌های بازنشستگی سرمایه‌گذاری آینده‌نگر صندوق‌های بازنشستگی در سوئیس نشان داد به دلیل اتکای بیش از حد به ردیابی معیار، تمایل دارند رویکردی منفعلانه و کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری و مدیریت پرتفوی داشته باشند.

براساس نتایج به دست آمده درخصوص ثبت و مدیریت صندوق پیشنهاد می‌شود، ضمن ثبت در مرجع مربوطه و فرآیند ثبت شرکت مشترک به الگوسازی سبد سهام شرکت‌های بورسی نیز پرداخته شود. راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش نیاز به شایسته‌سالاری در انتصاب مدیر صندوق دارد و این مهم با افزایش آگاهی از بازار سرمایه، تجارت سهام، مدیریت ریسک و مهارت‌های دیگر قابل حصول است. همچنین مدیران ذی‌ربط نباید از اهمیت تدوین استراتژی‌ها و طرح‌ریزی متناسب با هدف‌ها و نیازهای صندوق غافل شوند. درخصوص قوانین و مقررات پیشنهاد می‌شود، با رعایت قوانین و مقررات مربوط به صندوق آتیه و سرمایه‌گذاری بورس، به برقراری تعامل با نهادهای ذی‌صلاح و نظارتی پرداخته شود. آنچه در راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش حائز اهمیت است، انطباق با قوانین و مقررات موجود و آگاهی از قوانین بورس و سازمان حسابرسی است. همچنین تدوین قوانین و مقررات مرتبط با آموزش کارکنان نیز در این حیطة اثرگذار است.

درخصوص سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود، در ابتدا به انجام تحقیق و تحلیل بازار و البته مدیریت پرتفوی فعال پرداخته شود. راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش منوط به مانیتورینگ و نظارت به همراه ارتباطات و آموزش مکفی است. لذا توجه به استراتژی مشارکت و همکاری و جذب و تنوع سرمایه در زمینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار حائز اهمیت است. علاوه بر موارد مذکور پیشنهاد می‌شود نسبت به تدوین استراتژی نوآوری و فناوری جهت راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش اقدام شود. درخصوص بهره‌وری اقتصادی ارتش پیشنهاد می‌شود، با راه‌اندازی صندوق آتیه کارکنان ارتش می‌توان اهدافی نظیر حفظ سرمایه ارتش، افزایش رفاه کارکنان ارتش، بهبود کیفیت زندگی کارکنان ارتش در دوران بازنشستگی، توسعه و بهینه‌سازی زمینه‌های اقتصادی، کاهش هزینه‌ها و افزایش کارایی اقتصادی را متصور شد. درخصوص تنوع منابع مالی پیشنهاد می‌شود، ضمن کاهش وابستگی به بودجه دولتی یا اعتبارات بانکی و حفظ استقلال مالی، به تامین نیازهای با استفاده از دستاوردهای سرمایه‌گذاری خود پرداخته شود. در نهایت هدف مهم توسعه بازار سرمایه قابل دستیابی است. در نهایت می‌توان به افزایش توان رقابتی و نتایجی نظیر افزایش حجم سرمایه‌گذاری، افزایش قدرت و عمق بازار، نفوذ ارتش در بازار بورس، افزایش توان دفاعی کشور و حفظ امنیت کشور دست یافت.

## منابع و مأخذ

## منابع فارسی

- آذر، عادل و غلامزاده، رسول. (۱۴۰۱). کم‌ترین مربعات جزئی. تهران: نگاه دانش.
- ابراهیم‌نژاد، علی؛ برکچیان، سید مهدی و مرادیان، حامد. (۱۴۰۱). هزینه‌های معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و اثر آن بر عملکرد صندوق‌ها. *تحقیقات مالی*، ۳۷(۱)، ۶۰-۳۷.
- ادبی فیروزجایی، باقر. (۱۳۹۸). چالش‌ها و راهکارهای صندوق‌های بازنشستگی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح. *اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۲(۶)، ۳۰-۱۱.
- پیمانی فروشانی، مسلم؛ حسینی، سیدحسین؛ ابراهیمی سرو علیا، محمدحسن و امیری، میثم. (۱۴۰۲). چارچوب نظارت بر مدیریت ریسک نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۱(۱)، ۷۶-۵۳.
- تک‌روستا، حسین. (۱۴۰۱). بررسی مؤلفه‌های تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح. *اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۷(۲۳)، ۵۲-۳۷.
- حبیبی، آرش و جلال‌نیا، راحله. (۱۴۰۱). *حداقل مربعات جزئی*. تهران: نارون.
- حسینی، سید شمس‌الدین و ادبی فیروزجائی، محمدباقر. (۱۳۹۷). ارزیابی تعادل مالی صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح و راهکارهایی برای استحکام‌بخشی آن در جمهوری اسلامی. *اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۳(۷)، ۳۶-۹.
- حسینی، عباس؛ محبی‌فر، فاطمه و زارع، هادی. (۱۳۹۶). *کلیات و مبانی صندوق‌های بازنشستگی*. تهران: آراد کتاب.
- خاکی، غلام. (۱۴۰۱). *روش پژوهش‌گراندیدی با رویکرد پایان‌نامه‌نویسی*. تهران: فوژان.
- خانلو ساوجبلاغی، مژگان؛ نورالله زاده، نوروز و دارایی، رویا. (۱۴۰۲). مدیریت دارایی-بدهی در صندوق بازنشستگی کشوری با استفاده از مدل برنامه ریزی تصادفی چندمرحله‌ای. *پژوهشنامه بیمه*، ۱۲(۳)، ۱۶۵-۱۸۰.
- دارایی، رویا؛ خانلو ساوجبلاغی، مژگان و نورالله زاده، نوروز. (۱۴۰۳). تعیین سبد بهینه سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری با استفاده از الگوهای مارکویتز و ارزش در معرض ریسک. *پژوهشنامه بیمه*، ۱۳(۲)، ۱۷۳-۱۸۸.
- رسولیان، محسن؛ دشتبانی، یاور و گل‌کانی، محمدرضا. (۱۴۰۱). ارائه الگوی بکارگیری نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به منظور تامین مالی و مولدسازی دارایی‌ها در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح. *اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۷(۲۴)، ۵۳-۳۹.
- شیخی‌نژاد، زهره؛ زارع، علی و جعفری ندوشن، شهاب. (۱۴۰۲). ضرورت‌ها، روش‌ها، و چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی. *حقوق خصوصی*، ۲۰(۴۲)، ۱۳۳-۱۱۹.

- غلامی، محمدصادق؛ خوش چهره، محمد؛ عزتی، مرتضی و فرتوک زاده، حمیدرضا. (۱۴۰۰). راهبردهای پیشگیری از بحران‌های ناشی از وضعیت صندوق‌های بازنشستگی. *امنیت ملی*، ۱۱(۴۲)، ۳۸۷-۴۱۶.
- مزینی، امیرحسین و عزیززاده هسپستان، رضا. (۱۳۹۹). بررسی رویکردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی: مطالعه موردی سازمان تأمین اجتماعی ایران. *تأمین اجتماعی*، ۱۶(۱)، ۱۳-۳۹.
- نیکبخت، رضا؛ نمکی، علی؛ کرمی، غلام و صدیقی خویدک، فریده. (۱۴۰۲). ارائه چارچوبی برای تدوین الگوی بهینه گزارشگری مالی صندوق‌های بازنشستگی در ایران. *دانش حسابداری*، ۱۴(۵۳)، ۱۷۹-۲۰۰.

### منابع لاتین

- Yun, T. (1996). Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 37(2), 345-370.
- Bregnard, N., & Salva, C. (2023). Pension fund board governance and asset allocation: evidence from Switzerland. *Journal of Pension Economics & Finance*, 22(3), 400-424.
- Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. *Modern Methods for Business Research/Lawrence Erlbaum Associates*.
- Cohen, J. (2013). *Statistical power analysis for the behavioral sciences*. routledge.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Sage publications.
- Dimmock, S. G., Wang, N., & Yang, J. (2024). The endowment model and modern portfolio theory. *Management Science*, 70(3), 1554-1579.
- Glaser, B. G., Strauss, A. L., & Strutzel, E. (1968). The discovery of grounded theory; strategies for qualitative research. *Nursing research*, 17(4), 364.
- Guba, E. G., & Lincoln, Y. S. (1982). Epistemological and methodological bases of naturalistic inquiry. *Ectj*, 30(4), 233-252.
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., Ray, S., ... & Ray, S. (2021). An introduction to structural equation modeling. *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) using R: a workbook*, 1-29.
- Hidayat, K., & Idrus, M. I. (2023). The effect of relationship marketing towards switching barrier, customer satisfaction, and customer trust on bank customers. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 12(1), 29.

- Hilscher, K. J. (2023). Military Pension Division: A Review of Cases Following *Howell v. Howell*. *J. Am. Acad. Matrimonial Law.*, 36, 89.
- Holsti, O. R. (1969). Content analysis for the social sciences and humanities. *Reading, MA: Addison-Wesley (content analysis)*.
- Hwang, J., & Cho, E. (2023). Pension Fund Trading Behavior and the Index Inclusion: Evidence from the Korean Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(3), 605-622.
- Kentor, J., Clark, R., & Jorgenson, A. (2023). The hidden cost of global economic integration: How foreign investment drives military expenditures. *World Development*, 161, 106105.
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic Inquiry*. Beverly Hills, CA: Sage Publications, Inc.
- Liu, B., Sun, H., & Xiao, S. (2024). Potential of pension funds and insurance companies for investment in resources: Policies for sustainable transition. *Resources Policy*, 89, 104618.
- Miller, E., & Cross, L. Lopez. M.(2010). Sampling in qualitative research. *FBB research group*, 19 (3), 249-261.
- Platanakis, E., & Urquhart, A. (2020). Should investors include bitcoin in their portfolios? A portfolio theory approach. *The British accounting review*, 52(4), 100837.
- Rasheed, A., Hamid, K., Talha, N., & Ibrahim, T. O. (2022). Testing The Validity of Postmodern Theory of Portfolio from Market Based Model: An Empirical Evidence from Emerging Economy of Pakistan. *International Journal of Management Research and Emerging Sciences*, 12(1).
- Sangeeta, A. T., & Singh, A. (2023). The Pension Fund Investments Role in Financing and Enabling Global Development in Indian Market. *European Economic Letters (EEL)*, 13(5), 1125-1132.
- Strauss, A. L., & Corbin, J. M. (1997). *Grounded theory in practice*. Sage.
- Wetzels, M., Odekerken-Schröder, G., & Van Oppen, C. (2009). Using PLS path modeling for assessing hierarchical construct models: Guidelines and empirical illustration. *MIS quarterly*, 177-195.
- Yarovaya, L., & Mirza, N. (2022). The price reaction and investment exposure of equity funds: evidence from the Russia–Ukraine military conflict. *The Journal of Risk Finance*, 23(5), 669-676.