

تعیین عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران در مناطق مختلف ایران

نوع مقاله: پژوهشی

مرتضی سپهوند^۱

سعید گرشاسبی فخر^۲

حمید آسایش^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۴/۲۶

چکیده

چگونگی تأمین کسری بودجه، در دولت‌ها همواره با چالش‌های فراوانی همراه بوده است و از آنجا که براساس مطالعات و پژوهش‌های انجام شده روش تأمین با اوراق و اسناد دارای کمترین اثرات منفی اجتماعی است و یکی از انواع این اوراق اسناد خزانه اسلامی بوده که دارای مزایای فراوانی است، لکن تأمین کسری بودجه از این طریق نیز دارای مشکلاتی از قبیل تمایل نداشتن پیمانکاران و تناسب نداشتن میزان انتشار با عملکرد تحقق یافته (نبود تقاضا)، ریسک نقدشوندگی و در نهایت کاهش ارزش شدید در بازار فرابورس (نبود تقاضا در بازار) را دارد، لذا در این مطالعه به بررسی عوامل موثر بر پذیرش پیمانکاران برای اسناد خزانه اسلامی پرداخته شد که برای این مهم با بهره‌گیری از روش حداقل مربعات جزیی به بررسی مدل تحقیق بر اساس اطلاعات جمع‌آوری شده از پیمانکاران طرح‌های عمرانی پرداخته شد. براساس نتایج حاصله افزایش دارایی‌های پیمانکار بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی تأثیر مثبت داشته و از طرف دیگر افزایش نرخ تورم و نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تأثیر منفی دارد که برای جذب اسناد توسط پیمانکاران بایستی این متغیرها کنترل گردند.

کلمات کلیدی: کسری بودجه؛ اسناد خزانه اسلامی؛ پیمانکاران طرح‌های عمرانی؛ حداقل مربعات جزیی

طبقه بندی JEL: B52, R15, E41, H69

^۱ دانشجوی دکترای علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، واحد الیگودرز، دانشگاه آزاد اسلامی، الیگودرز، ایران
Msepah57@yahoo.com

^۲ استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه بوعلی سینا، همدان و استاد مدعو دانشگاه آزاد اسلامی واحد الیگودرز (نویسنده مسئول)
garshasebi.saeid@basu.ac.ir

^۳ دانشیار گروه اقتصاد، دانشگاه آیت اله العظمی بروجردی، بروجرد ایران
Hamid.asayesh@abru.ac.ir

بیان مساله

هر یک از روش‌های تأمین کسری بودجه، دارای چالش‌هایی است. بطور مثال افزایش مالیات منجر به نارضایتی می‌شود و بانک‌ها حاضر به پرداخت تسهیلات به بخش دولتی (دولت و شرکت‌های دولتی) از یک میزان بیشتر نیستند (موسویان و سروش، ۱۳۹۰). مطالعات مختلف از قبیل داودی و صمصامی (۱۳۸۹) حاکی از آن است که روش تأمین کسری بودجه با اوراق و اسناد دارای کمترین اثرات منفی اجتماعی است. از طرف دیگر در طول یکسال مالی، هزینه‌ها در طول سال انجام شده اما عمده درآمدها در زمان خاصی تحقق می‌یابند، لذا ایده ایجاد اسناد خزانه اسلامی برای اولین بار در سال ۱۳۹۲ مطرح شد، که دارای مزایای فراوانی است. علی‌رغم مزایای مختلف این اسناد در تأمین مالی بودجه، لکن دغدغه این است که این اوراق با افزایش سهم آن در بودجه بامشکلاتی مشابه سایر اوراق بهادار روبرو شود، بطور مثال طبق تحقیقات گذشته و آمار موجود حجم زیادی از اوراق منتشره فروش نرفته است در بررسی سال ۱۳۹۰، در شش ماهه اول، تنها ۲۰ درصد اوراق مشارکت به فروش رسید، با افزایش نرخ سود در مهر ماه ۱۳۹۰ فروش اوراق مورد بازبینی قرار گرفت که در نهایت سبب شد تا پایان سال ۱۳۹۰ تنها حدود ۴۰ درصد اوراق منتشره به فروش برسد (اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۳۹۱). عملکرد این اوراق در سال‌های بعد نیز با کاهش قابل توجهی مواجه بوده است، از طرف دیگر گاه‌گاه انتشار نیافته است یا در سال ۱۳۹۷ کمتر از ۵۰ درصد تحقق داشته است.

همچنین امروزه به دلیل تحریم‌ها و به طبع کاهش درآمدهای نفتی، رکود اقتصادی و کاهش درآمدهای مالیاتی، تخصیص اعتبار طرح‌های تملک دارایی سرمایه‌ای با مشکلات مختلف از قبیل تخصیص اعتبار متوسط کمتر از ۴۰ درصدی روبرو شده است (گزارشات تفریغ بودجه سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷) لذا راه حل‌هایی در قوانین بودجه سال‌های اخیر از قبیل انتشار اسناد خزانه اسلامی دیده شده است. اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر بدهی‌های انباشته بخش دولتی به نظام بانکی، پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مذکور در قوانین بودجه سالانه، بازپرداخت بدهی‌ها و تعهدات دولت به سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی و برخی دیگر از بدهی‌های خزانه‌داری کل تعریف می‌شوند. این اسناد، به صورت متحدالشکل، با قیمت‌های اسمی و دوره‌های سررسید متنوع، بدون کوپن سود، با تضمین بازپرداخت در سررسید و قابلیت داد و ستد تا پیش از سررسید در بازار ثانویه، توسط معاونت هزینه و خزانه‌داری کل کشور انتشار یافته و در قبال بدهی‌های مسجل دستگاه‌های اجرایی که مطابق با قانون محاسبات عمومی مصوب ۱۳۶۶ تعریف می‌شود، در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد. به این ترتیب، ابزاری مالی و مبتنی بر بدهی که از قابلیت کشف قیمت و داد و ستد در بازار ثانویه برخوردار است، به بازار مالی رسمی کشور معرفی

می‌شود. اما این روش نیز دارای چالش‌هایی از قبیل تمایل نداشتن پیمانکاران و تناسب نداشتن میزان انتشار با عملکرد تحقق یافته (نبود تقاضا)، ریسک نقدشوندگی و در نهایت کاهش ارزش شدید در بازار فرابورس (نبود تقاضا در بازار) را دارد، لذا این تحقیق بر آن است که عوامل موثر بر پذیرش پیمانکاران برای اسناد خزانه اسلامی بررسی کند. و در پی بررسی فرضیه‌هایی مشابه فرضیه‌های زیر بود:

- نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران مناطق مختلف تاثیر منفی و معنادار دارد.
- نرخ تورم بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی پیمانکاران مناطق مختلف تاثیر منفی و معنادار دارد.
- دارایی‌های پیمانکار بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر مثبت معنادار دارد.
- ساختار مقاله به صورتی است که پس از مقدمه، ابتدا ادبیات موضوع و سپس مروری بر پیشینه موضوع ارائه شده و پس از آن ضمن روش کار، تخمین به روش حداقل مربعات جزئی و تفسیر ضرایب انجام گرفته است. و در نهایت جمع بندی و پیشنهادات لازم ارائه میگردد.

ادبیات موضوع:

به طور طبیعی یک فرد دارایی‌های خود را در قالب مجموعه‌ای از انواع دارایی‌نگه داری می‌کند، مثلاً در سبد دارایی یک فرد می‌توان به مجموعه‌ای شامل پول نقد، سپرده‌های بانکی، کالاهای بادوام، طلا، ارز، سهام و ... اشاره کرد. هر فرد به هنگام تصمیم‌گیری در شیوه تخصیص دارایی خویش به هر یک از شقوق یادشده به ریسک و بازده هر یک از آنها با توجه به سایر شقوق توجه کرد (طماسبی، ۱۳۹۴). مشکین (۲۰۰۷) کانال قیمت دیگر داراییها را براساس تئوری Qتوبین (۱۹۹۶) و اثر ثروت مودیگلیانی (۱۹۷۱) بیان می‌کند. وی معتقد است که بازار پولی از طریق متأثر کردن داراییها میتواند بر بخش واقعی اقتصاد تأثیر بگذارد که این کانال با دو تئوری یاد شده انجام میگیرد. تئوری Q توبین بازار پولی را قیمت سهام بر اقتصاد مؤثر می‌داند. وقتی قیمت سهام افزایش می‌یابد افزایش Q توبین و کاهش هزینه سرمایه را سبب میشود که خود، افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری و در نهایت تولید کل را در پی دارد (واحدی و همکاران، ۱۳۹۸)

اسناد خزانه، ابزار مالی جدیدی است که از سال ۱۳۹۲ برای تسویه مطالبات طلبکاران غیردولتی از دولت معرفی شده است. این نوع از اسناد که ازجمله اوراق بدهی به شمار می‌آید، در کشورهای دیگر به عنوان ابزاری برای جبران کسری‌های بودجه دولت در کوتاه مدت به شمار می‌آید. در ایران اسناد خزانه اسلامی معرفی شده با اسناد خزانه متعارف و همچنین اسناد خزانه‌ای که پیش از انقلاب اسلامی ایران برای تأمین کسری بودجه دولت مورد استفاده قرار می‌گرفت تفاوت

هایی دارد. در حال حاضر در نظام حقوقی کشور، صکوک اجاره و اوراق مشارکت به عنوان اوراق دارایی و اسناد خزانه اسلامی و اوراق تسویه خزانه به عنوان اوراق بدهی تعریف می شوند. ارکان اسناد خزانه اسلامی عبارتند از: طلبکاران غیردولتی (پیمانکاران)، بانک عامل و ناشر. منظور از طلبکاران غیردولتی، پیمانکاران غیردولتی معرفی شده اند که طرف قرارداد با دستگاه های اجرایی مجری طرح های تملک دارایی سرمایه ای و تولیدکنندگان و عرضه کنندگان غیردولتی آب و برق بوده اند. البته باید خاطرنشان ساخت که برای اینکه پیمانکاران غیردولتی مشمول این بند قرار داشته باشند، لازم است طرح های تملک دارایی سرمایه ای موضوع فعالیت ایشان در قوانین بودجه درج شده باشد. پیمانکاران کسانی اند که طرف قرارداد دولت واقع شده اند. ناشر اسناد خزانه، وزارت امور اقتصادی و دارایی است که به نمایندگی از دولت این اوراق را منتشر می کند و خزانه داری کل کشور مجاز شده است تا هر زمان قبل از سررسید با تأمین وجه از محل اعتبارات مصوب، اسناد خزانه اسلامی را در بازار ثانویه به قیمت روز بازخريد کند.

تفاوت عمده این اسناد با سایر اوراق بهادار، در سررسید آن و پرداخت سود است. این اوراق دارای سررسید کمتر از یک سال نیز می باشد و اغلب سررسیدشان به صورت ۴، ۱۳، ۲۶ و ۵۲ هفته ای است. اسناد خزانه اسلامی بدون سود بوده و هیچ گونه پرداخت میان دوره ای تحت عنوان سود نخواهند داشت و سرمایه گذاران از مابه التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سررسید، منتفع خواهند شد. دارندگان اوراق، مبلغ اسمی را در سررسید از دولت دریافت می کنند. همچنین، این اوراق در مقایسه با دیگر ابزارهای بازار پول از درجه نقدشوندگی بیشتری برخوردار است (موسویان و همکاران، ۱۳۸۹).

محمل استفاده از این ابزار برای اولین بار، موضوع تسویه مطالبات پیمانکاران بوده است. پیمانکاران در ازای مطالبات قطعی خود اسناد خزانه اسلامی را دریافت می کنند و می توانند تا سررسید منتظر باشند تا رقم اسمی مندرج در اسناد خزانه اسلامی را دریافت کنند یا اینکه قبل از سررسید، اسناد خود را در بازار ثانویه (که در این مورد، بازار فرابورس ایران است) به قیمتی کمتر تنزیل کنند. این مدل در مراحل اولیه واجد مقوله حفظ قدرت خرید نبود و بعداً این موضوع به عنوان یکی از ویژگی های اسناد خزانه اسلامی اضافه شد، که به موجب آن، به رقم اسمی مطالبات پیمانکاران درصدی معادل نرخ مصوب شورای پول و اعتبار افزوده شد. همچنین، اسناد کوتاه مدت با سررسید کمتر از یک سال نیز در کنار اسناد یکساله منتشر شد. در واقع، به مرور زمان از این ابزار در راستای هموارسازی مخارج جاری و تأمین مالی جدید دولت نیز بهره برداری شد. این اسناد کوتاه مدت به اسناد نوع دوم مشهور شده اند.

مطابق آیین نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی که هرساله از سوی معاون اول رئیس جمهوری ابلاغ می شود، تعریف اسناد خزانه اسلامی به شرح زیر است:

اسناد با نام یا بی نام موضوع بند تبصره قانون بودجه سال کل کشور که دولت به منظور "تسویه بدهی های مسجل خود با حفظ قدرت خرید بابت طرحهای تملک دارایی های سرمایه ای و مابه التفاوت قیمت با قیمت فروش در بورس به قیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران واگذار می نماید. این اسناد معاف از مالیات می باشند."

اسناد خزانه اسلامی از سال ۱۳۹۲ در بودجه های سنواتی کشور مورد توجه واقع شده است. در سال ۱۳۹۲، مبلغ ۶۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی پیش بینی شد که عملکردی نداشت، با این حال در سال ۱۳۹۳، حدود ۱۰ هزار میلیارد ریال عملکرد داشته است و در سال ۱۳۹۳، ۱۳۹۴، ۱۳۹۵، ۱۳۹۶، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ در بودجه های سنواتی نیز مورد تصویب و واگذاری و تسویه قرار گرفته اند. ویژگی های اسناد خزانه اسلامی به شرح ذیل اند:

- این اوراق هیچ گونه پرداخت میان دوره ای تحت عنوان سود نخواهد داشت سرمایه گذار از مابه التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سر رسید منتفع خواهد شد.

- ضامن این اسناد وزارت امور اقتصادی و دارایی بوده و خزانه داری کل کشور بازپرداخت این اوراق در سر رسید را در زمره دیون ممتاز دولت در نظر می گیرد. بنحوی که پرداخت مبلغ اسمی اسناد خزانه اسلامی در سر رسید، هم ردیف با پرداخت حقوق کارکنان دولت قرا گرفته و با همان درجه اهمیت و اضطرار صورت می پذیرد.

- این اوراق پس از پذیرش، قابلیت معامله در فرابورس ایران را خواهند داشت و قیمت آنها بر حسب عرضه و تقاضا تعیین می شود، ضمن آنکه هزینه کارمزد معاملات اسناد خزانه اسلامی معادل کارمزد سایر معاملات اوراق بهادار با درآمد ثابت است.

- مطابق قوانین بودجه سنواتی و همچنین تبصره یک ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف است.

- کلیه پیمانکارانی که مطالباتی از دولت دارند می توانند با مراجعه به دستگاه متبوع خود، تقاضای تسویه مطالبات از طریق دریافت اسناد خزانه اسلامی را ارایه دهند. دستگاه های دولتی در چارچوب ضوابط خود نسبت به معرفی متقاضی به بانک عامل اقدام خواهند کرد. پیمانکاران پس از مراجعه به بانک عامل و تکمیل اطلاعات هویتی و اعلام اطلاعات تماس و شماره حساب بانکی خود، این اسناد را از بانک عامل تحویل خواهند گرفت. این اسناد از طریق تمامی کارگزاری های عضو فرابورس ایران قابلیت فروش نیز خواهند داشت. همچنین دستگاه های اجرایی نیز می توانند اوراق دریافت نموده و در کمتر از یک سال باید تسویه آن صورت پذیرد.

- شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، وظیفه پرداخت قیمت اسمی اسناد خزانه اسلامی در سررسید را از طریق بانک عامل بر عهده دارد.

مطابق بند (ث) ماده ۱۰ قانون برنامه ششم، وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است اسناد خزانه اسلامی را به منظور رفع عدم تعادل منابع و مصارف بودجه عمومی در طی یکسال مالی منتشر نماید. سازمان برنامه و بودجه مکلف است حسب اعلام وزارت امور اقتصادی و دارایی بازپرداخت اصل و سود اوراق مزبور را به صورت کامل در لوائح بودجه سالانه پیش بینی و منظور کند. اعتبارات مربوط به بازپرداخت این اوراق صددرصد (۱۰۰٪) تخصیص یافته تلقی می شود.

- قانونگذار برای کاهش ریسک اسناد خزانه اسلامی در نظر پیمانکاران و بازار سرمایه، ردیف بودجه ای برای تسویه اسناد خزانه اسلامی اختصاص داده است و حتی در مواردی پرداخت مابه ازای این اسناد را مقدم بر تمامی پرداخت های خزانه داری کل دانسته است.

- قابلیت دادوستد در بازار ثانویه از طریق بورس یا فرابورس برای این اسناد دیده شده است. اما ورود بانک مرکزی به معاملات اسناد خزانه اسلامی ممنوع شمرده شده است. همچنین این اسناد از ابتدا معاف از مالیات بوده اند.

علاوه بر مواد مندرج در قانون بودجه، دولت در ابتدای سال ۱۳۹۳ آیین نامه اجرایی این موضوع را تصویب و در میانه همان سال اصلاح نمود و هرساله آن را تمدید می کند. این آیین نامه مشتمل بر ۱۳ ماده است که این مواد تعاریف هر یک از ارکان موضوع اسناد خزانه اسلامی، کیفیت انتشار و واگذاری، وظایف دستگاه های مسئول، نحوه تسویه، موضوع حفظ قدرت خرید، بازار ثانویه و... را تعیین کرده است. تغییرات سالیانه در آیین نامه اجرایی محدود است و برای سال های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ صرفاً ارقام تعدیل شده است. مثلاً در آیین نامه سال ۱۳۹۴، سقف هزار میلیارد تومانی برای هر بار انتشار در نظر گرفته شده است، درحالیکه برای سال ۱۳۹۵ این رقم به ۱۵۰۰ میلیارد تومان افزایش یافته است. همچنین نرخ سود مرجع برای حفظ قدرت خرید از ۲۰ به ۱۵ درصد تغییر کرده است.

براساس آیین نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی، وزارت امور اقتصاد و دارایی موظف است به نمایندگی از دولت و از طریق دستگاه های اجرایی ذیربط در دوره های متناوب، اسامی طلبکاران را به بانک تحویل دهد. در واقع همه دستگاه ها موظفند بعد از دریافت ابلاغیه وزارت اقتصاد مبنی بر تعیین سهمیه هر یک از دستگاه ها، بدهی های قطعی خود را بعد از تأیید ذیحسابی به همراه نام افراد به بانک عامل تحویل دهند. بانک عامل نیز بعد از احراز هویت و شرایط افراد، اسامی آنها را به شرکت فرابورس اعلام می کند. سپس فرابورس براساس کد معاملاتی دارندگان احراز شده، ارزش

اسمی اسناد را به نام ایشان ثبت نموده و اسامی دارندگان اسناد خزانه را به شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ارائه می کند (نظریور و صدرایی، ۱۳۹۶).

اسناد خزانه اسلامی به صورت الکترونیکی منتشر می شود و در سامانه های معاملاتی بازار سرمایه به صورت الکترونیکی به پیمانکاران تخصیص می یابد. پیمانکاران می توانند با مراجعه به دستگاه یا وزارتخانه بدهکار، درخواست تسویه حساب خود را اعلام کنند و در صورت لزوم، وزارت امور اقتصاد و دارایی به نمایندگی از دولت جمهوری اسلامی ایران از محل ردیف بودجه اختصاص یافته، با انتشار اسناد خزانه اسلامی حساب پیمانکار را تسویه می کند. همچنین پیمانکار می تواند این اوراق را تا سررسید نگهداری کند یا در صورت نیاز به وجه نقد قبل از سررسید، آن را از طریق فرابورس ایران به فروش برساند.

نکته مهم درخصوص اسناد خزانه اسلامی آن است که اسناد خزانه تصویب و منتشر شده در سال های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴، با اسناد تصویب و منتشر شده در دو سال بعد، نوعی تفاوت ماهوی دارند تا پیش از سال ۱۳۹۵، کلیه اسناد خزانه منتشر شده، بابت بازپرداخت بدهی های قبلی دولت به پیمانکاران (عمدتاً طرح های عمرانی) بوده است. به عبارت دیگر، بدهی دولت در سال های گذشته، از طریق واگذاری اسناد خزانه اسلامی در سال بعد، تسویه می شد. اما در سال های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ بخشی از اسناد خزانه منتشر شده، نه برای تسویه بدهی های گذشته به پیمانکاران، بلکه به منظور تأمین مالی دولت در همان سال مورد استفاده قرار گرفت. در واقع تفاوت اصلی ایجاد شده این است که اسناد خزانه اسلامی بعد از سال ۱۳۹۵، منحصر در بدهی های مسجل شده سالیان پیش به پیمانکاران و یا مخصوص پروژه های عمرانی نبوده، بلکه برای تأمین مالی دولت در سال جاری و همچنین برای تأمین مالی هزینه های غیرعمرانی نیز به کار رفته است. البته برای حفظ قدرت خرید اسناد در آیین نامه سال ۱۳۹۶ به بعد مبلغی در نظر گرفته شده است.

انتشار اسناد خزانه اسلامی طی سنوات ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۵ به ترتیب ۰,۳۳ درصد، ۲,۴۴ درصد و ۶,۵۷ درصد از منابع دولت طی مدت یاد شده را تأمین نموده است و تاکنون بازپرداخت اسناد یاد شده بدون تاخیر صورت گرفته است. اولین مرحله از اسناد خزانه اسلامی در تاریخ ۸ مهرماه ۱۳۹۴ در حجم ۴۰۰ هزار ورقه (۴۰ میلیارد تومان) با تاریخ سررسید ۲۴ اسفند ماه ۱۳۹۴ در فرابورس ایران منتشر گردید و به مبلغ ۹۰۰,۵۰۰ ریال کشف قیمت شد. اسناد خزانه اسلامی کوتاه مدت سابقه تاریخی نداشته و برای اولین بار در قانون بودجه سال ۱۳۹۵ مورد استفاده قرار گرفته است. مطابق گزارشات طرح هایی که اسناد مورد مناقصه قرار می گیرند معمولاً نسبت به طرح هایی که با نقد منتشر می شوند دارای متقاضی و پیمانکاران کمتر و همچنین قیمت های پیشنهادی بالاتری

از سوی پیمانکاران می باشد لذا این می تواند زنگ خطری برای پروژه هایی باشد که از اسناد استفاده می کنند لذا بایستی دید چه عواملی بر پذیرش اسناد توسط پیمانکاران موثر می باشد. باید توجه داشت که تقاضای پیمانکاران به عنوان یک بنگاه برای پول، به سه مسئله اساسی یعنی اثبات و استخراج تقاضای پول بر پایه مبانی اقتصاد خرد (به عنوان یک مسئله بهینه سازی)، وجود یا نبود صرفه های ناشی از مقیاس برای تراز پولی، و تفسیر نقشی توجه شده است که تراز پولی در فرایند فیزیکی تولید می تواند داشته باشد. تلاش های انجام شده برای پاسخ به مسائل مذکور و برآورد تقاضای بنگاه برای پول، در قالب سه رویکرد نظریه انبار، رویکردی که پول را به طور مستقیم در تابع تولید بنگاه وارد می کند و رویکرد مبتنی بر نظریه ثروت تفکیک پذیر است. پژوهش بامول^۱ (۱۹۵۲) و توبین^۲ (۱۹۵۶) نظریه انبار، سرآغازی برای استخراج تقاضای پول و تلاشی برای عقلایی نشان دادن رفتار عامل های اقتصادی در نگهداری پول از طریق حداقل سازی هزینه ها (شامل هزینه فرصت نگهداری پول که با نرخ بهره اندازه گیری می شود و هزینه تبدیل دارایی های نقد و غیر نقد به یکدیگر) است. علاوه براین در چارچوب دیدگاه نقش پول در تابع تولید، نادیری^۳ (۱۹۶۹) نشان داده است که تراز حقیقی پول به عنوان نهاده ای بهره ور در تولید به خدمت گرفته می شود. به بیان دیگر از دیدگاه وی، تراز حقیقی پول بخشی از سرمایه به کار گرفته شده بنگاه است که فرایند تولید بنگاه را اغلب به طور غیرمستقیم مانند جلوگیری از ضرر به واسطه تغییر در قیمت های سرمایه و نیروی کار و نرخ بهره تسهیل می کند. نگهداری تراز حقیقی پول، عدم اطمینان از تأمین پرداخت های جاری را کاهش می دهد و در نتیجه از نقد شدن غیرضروری سایر دارایی ها جلوگیری می کند. در همین راستا، سیوینگ^۴ (۱۹۷۲) تلاش کرد چارچوب نظری ورود تراز پولی را به تابع تولید تبیین کند. به اعتقاد وی، بهره وری تراز حقیقی پول از بهره وری فنی عوامل تولید مانند سرمایه و نیروی کار متمایز است. به بیان دیگر، بنگاه یک تابع تولید با نهاده های فیزیکی دارد و خرید نهاده ها و میزان تولید آن، یک موضوع فنی است. علاوه بر این، دریافتی های خالص حاصل از عملیات تولید، می تواند به صورت نقد یا اسناد نگهداری شود و تبدیل این دارایی ها به یکدیگر با هزینه ثابتی میسر است. بر این اساس، در بنگاه ها سود در دو گام حداکثر می شود. در گام نخست، ترکیبی از نهاده ها و تولیدی شناسایی می شود که بیشترین خالص دریافتی ها را ایجاد کند. از این رو، خرید نهاده ها و فروش محصول تولیدی صرفاً به جنبه های فیزیکی و فنی منوط است، اما عدم تطابق زمانی میان دریافت ها و پرداخت ها، انگیزه ای برای

^۱ Baumol

^۲ Tobin

^۳ Nadiri

^۴ Saving

نگهداری تراز حقیقی پول و اوراق (اسناد) به وجود می آورد. در گام دوم، بنگاه باید میزان بهینه دریافت های خالص را تعیین کند که باید در دو نوع دارایی نگهداری شود و چنین تصمیمی فقط جنبه مالی بنگاه را نشان می دهد. در چارچوب بحث مذکور، سود بنگاه منوط به نگهداری پول است، اما نبود عمل متقابل بین دو گام مذکور در فرایند تصمیم گیری، مانع از مدل سازی پول به عنوان یک نهاده می شود. برای ایجاد وابستگی درونی میان این دو گام، فیشر (۱۹۷۴) هزینه های تبدیل دارایی ها را به نیروی کار پیوند می زند. او فرض می کند که یک واحد تبدیل دارایی ها، نیازمند استفاده از خدمات یک واحد نیروی کار است و از این طریق، تولید به طور مستقیم به تراز حقیقی پول مربوط می شود. در نتیجه، افزایش نگهداری تراز پولی، موجب نیاز به تبدیل های اضافی می شود که موجب کاهش نیروی کار برای تولید خواهد بود. به منظور تکمیل کار فیشر، فینرتی (۱۹۸۰) رهیافت ریاضی برای استخراج تابع تقاضا را ارائه کرد. به اعتقاد وی، افزایش در متوسط نرخ تولید با ثابت ماندن متوسط سطوح نهاده ها، نیازمند تراز پولی بزرگتری است. علاوه بر این، هنگامی که متوسط نرخ تولید، ثابت است، افزایش متوسط سطوح نهاده ها، سبب کاهش مبادلات و در نتیجه کاهش نیاز به تراز پولی خواهد شد. فینرتی نشان داده است که مسیر توسعه بنگاه با و بدون تراز پولی به عنوان یک نهاده، یکسان نخواهد بود و به همین دلیل معتقد است که منظور کردن تراز پولی در تابع تولید، فرمول بندی بهتری می تواند باشد (کميجانی و طباطبایی، ۱۳۹۱). طبق مطالعات دو عامل بر تخصیص دارایی موثرند: ۱- ثروت و ۲- نقدشوندگی (کولینز و استمپلی، ۲۰۰۹). برای اجرای تخصیص دارایی استراتژیک، باید انتظارات ریسک و بازده را برای طبقات مختلف دارایی تعیین کنیم (ایچنه و همکاران، ۲۰۱۱). طبق این مدل ها از آنجایی که بنگاه برای استخدام نهاده پول نقد لازم دارد، لذا قدرت نقد شوندگی اسناد بر تقاضای پیمانکاران موثر می باشد. از طرف دیگر، اکثر پیمانکاران که متقاضی بالفعل اوراق خزانه اسلامی هستند، به دنبال حداکثر کردن ارزش ثروت (یا سود خود) می باشند که چه از نظر تئوری های تقاضای پول اسلامی و چه تئوری های اقتصاد کلاسیک مورد قبول است و توسط الگوی فوق تشریح می شود، حتی در شرایط واقعی تر بطور مثال مطابق تئوری تقاضای میلتن فریدمن^۱ (۱۹۵۶) و سؤال را مطرح کرد که چرا مردم پول یا سایر دارایی ها را نگه می دارند؟ در واقع طبق تئوری بهینه سازی ترکیب داراییها، اشخاص به دنبال ماکزیمم کردن ارزش ثروت مالی خود می باشند بنابراین تمام عواملی که بر هر نوع دیگر دارایی مؤثر است، بر تقاضای پول نیز اثر دارد. فریدمن تقاضای واقعی پول

^۱ Milton Friedman

$$\left(\frac{M}{p}\right)$$

را در نظر می‌گیرد اما عقیده دارد که عایدی انتظاری پول (r_m) مقداری مثبت است. چرا که نگهداری پول در برخی حساب‌های جاری مشمول دریافت بهره (r_m) می‌گردد. ویژگی نظریه پول فریدمن نسبت به دیگر نظریه‌های تقاضای پول، شناسایی کامل‌تر عوامل مؤثر بر تقاضای پول است. برای حصول به این نتیجه، فریدمن عامل ثروت و هزینه فرصت پول شامل عایدی انتظاری دیگر دارایی‌ها را به طور دقیقی تعریف می‌کند.

به عقیده فریدمن، ثروت فقط ذخیره دارایی‌های جاری نیست بلکه ارزش فعلی کلیه درآمدهای ناشی از مالکیت فرد (ثروت غیرانسانی) به اضافه ارزش فعلی کلیه درآمدهای ناشی از نیروی کار فرد است (ثروت انسانی). زیرا همانطور که ثروتهای غیرانسانی قابل خرید و فروش و مبادله‌اند، ارزش فعلی درآمدهای ناشی از نیروی کار نیز (ثروت‌های انسانی) تا حدی قابل خرید و فروش هستند. ثروت‌های مالی مانند اوراق بهادار، سهام و غیره جزئی از ثروت غیر انسانی افراد است. البته برای کل جامعه این نوع دارایی‌های مالی جزء ثروت محسوب نمی‌شوند. بنابراین، بطور کلی دو نوع ثروت وجود دارد:

- ۱- ثروت انسانی که ارزش فعلی درآمدهای ناشی از نیروی کار است.
- ۲- ثروت غیرانسانی که شامل ارزش فعلی اوراق بهادار و اوراق سهام، پول، کالاهای بادوام و دیگر دارایی‌هاست. اصولاً نقدینگی ثروت‌های غیرانسانی بیشتر از ثروت‌های انسانی است (کان و پرتنر، ۲۰۱۸) و لذا در کنار متغیر ثروت، به عنوان عامل محدودکننده ترکیب ثروت نیز اهمیت دارد. این محدودیت به صورت زیر تعریف می‌شود.

$$h = \frac{W^H}{W^{NH}} = \quad \text{و} \quad W = W^H + W^{NH}$$

نسبت h عامل مهمی است که بر تقاضای فردی پول مؤثر است.

بنابراین، تاکنون تابع تقاضای پول فریدمن به عنوان تابعی از ثروت و نسبت h به دست می‌آید:

$$M^D = F(W, h)$$

در این تابع، W ثروت و h نسبت ثروت انسانی به غیر انسانی است.

فریدمن در کنار متغیرهای مربوط به ثروت، متغیرهای دیگری را بعنوان هزینه فرصت مناسب در نظر می‌گیرد و در تابع تقاضای پول وارد می‌کند. این هزینه فرصت همان نرخ بهره است، اما مانند کینز تنها نرخ بهره روی اوراق قرضه را در نظر نمی‌گیرد، بلکه عایدی انتظاری دیگر دارایی‌ها را نیز معرفی می‌کند. به طور کلی وی چهارنوع عایدی شامل نرخ بهره اوراق قرضه، نرخ عایدی انتظاری اوراق سهام، نرخ عایدی انتظاری کالاهای بادوام و نرخ عایدی انتظاری سرمایه انسانی را در نظر می‌گیرد.

به طور مثال، اگر فرد بجای نگهداری پول، اوراق قرضه یا سهام شرکت‌ها و یا دیگر کالاهای بادوام خریداری می‌کرد، درآمدی کسب می‌کرد که با نگهداری پول از آنها چشم‌پوشی می‌کند. این درآمد از دست رفته همان هزینه فرصت پول است باید توجه داشت که در اقتصاد اسلامی نیز انگیزه بورس بازی برای تقاضای ثروت و پول وجود دارد. (میرمعزی، ۱۳۹۲)

فریدمن در کنار متغیرهای مربوط به ثروت، متغیرهای دیگری را بعنوان هزینه فرصت مناسب در نظر می‌گیرد و در تابع تقاضای پول وارد می‌کند. این هزینه فرصت همان نرخ بهره است، اما مانند کینز تنها نرخ بهره روی اوراق قرضه را در نظر نمی‌گیرد، بلکه عایدی انتظاری دیگر دارایی‌ها را نیز معرفی می‌کند. به طور کلی وی چهارنوع عایدی شامل نرخ بهره اوراق قرضه، نرخ عایدی انتظاری اوراق سهام، نرخ عایدی انتظاری کالاهای بادوام و نرخ عایدی انتظاری سرمایه انسانی را در نظر می‌گیرد. در ادامه هر یک از موارد مربوط به هزینه فرصت پول بیشتر توضیح داده می‌شوند.

الف) نرخ بهره انواع اوراق قرضه:

فریدمن نرخ بهره اوراق قرضه و تغییرات آن در آینده را بعنوان هزینه فرصت مدنظر قرار می‌دهند.

اگر i_B نرخ اوراق باشد، تغییرات آن $\frac{di_B}{dt}$ و یا $\frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B}$ خواهد بود. عبارت زیر به عنوان نرخ بهره انواع اوراق قرضه در تابع تقاضای پول فریدمن لحاظ شده است.

$$i_B - \frac{di_B}{dt} \times \frac{1}{i_B}$$

این عبارت، نرخ بهره و تغییرات آن را در زمان نشان می‌دهد. درصد تغییرات مثبت نشان دهنده افزایش i_B و درصد تغییرات منفی حکایت از کاهش i_B دارد. اگر مساوی صفر شود یعنی i_B ثابت می‌ماند. با این مفهوم اگر i با نرخ خاصی افزایش یابد نشانگر ضرر است. زیرا افزایش نرخ بهره به مفهوم کاهش قیمت اوراق و نشانه ضرر فرد است. افزایش نرخ بهره درصد تغییرات آن را مثبت و

موجب کاهش $i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B}$ می‌شود. این کاهش به مفهوم ضرر فرد از بابت نگهداری اوراق قرضه است.

اگر طرف دوم این عبارت منفی شود کل حاصل افزایش می‌یابد، یعنی سود عاید فرد می‌گردد. این سود حاصل از نگهداری اوراق قرضه است. هر اندازه این سود بیشتر باشد، فرد تقاضای پول کمتری خواهد داشت. بنابراین خواهیم داشت:

$$M^D = F \left[W^{(+)} , h^{(+)} , \left(i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B} \right) \right]$$

ب) عایدی انتظاری اوراق سهام:

عایدی انتظاری اوراق سهام شامل دو جزء است. جزء اول آن سود سهام است که با i_E نشان داده می‌شود و همانند نرخ اوراق قرضه تغییرات این نرخ نیز به صورت انتظاری در نظر گرفته می‌شود،

یعنی: $i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E}$. جزء اول همانند نرخ بهره اوراق قرضه عبارت، لحاظ می‌شود

که قسمت اول آن سود و یا نرخ بازدهی کنونی سهام است و قسمت دوم آن رشد i_E است. مانند i_B ، با افزایش این نرخ نگهداری پول کاهش می‌یابد. جزء دوم عایدی انتظاری سهام، تورم است. لازم به توضیح است که سهام، با اوراق قرضه تفاوت‌هایی دارد که یکی از آنها مسئله تورم است. اگر انتظار تورم در آینده وجود داشته باشد، قیمت‌های سهام نیز با تورم افزایش خواهد یافت. این

افزایش با عبارت $\frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$ نشان داده می‌شود که مبین نرخ تورم است. با افزایش تورم، یعنی جزء دوم تقاضای پول کاهش خواهد یافت. بنابراین در تابع تقاضای کل مجموع جزء اول و دوم یعنی،

$$i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E} + \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$$

در تابع تقاضای پول قرار داده می‌شود، لذا خواهیم داشت:

$$M^D = F[(W, h, (i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{B}), (i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E} + \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p})]$$

ج) نرخ عایدی انتظاری کالاهای بادوام:

عایدی انتظاری کالاهای بادوام، نرخ تورم، یعنی $\frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$ است. با افزایش قیمت کالاهای بادوام فرصت مناسب پول افزایش و تقاضای پول کاهش می‌یابد. بنابراین، تقاضای پول عبارت است از:

$$M^D = F[(W, h, (i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B}), (i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E} + \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}), (\frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p})]$$

د) عایدی انتظاری سرمایه انسانی:

عایدی انتظاری سرمایه انسانی در واقع افزایش درآمدی است که فرد می‌تواند با انجام سرمایه‌گذاری روی دانش و هنر خود، به دست آورد. به عبارت دیگر، فرد بجای نگهداری پول می‌تواند روی هنر و دانش خود سرمایه‌گذاری کند و بازدهی خویش را بالا ببرد. بدیهی است فرد با نگهداری پول از این بازدهی چشم‌پوشی می‌کند. اثر این نوع بازدهی در ثروت و درآمد آتی فرد مستتر است.

ه) سایر عوامل مؤثر بر تقاضای پول:

فریدمن عوامل دیگری را نیز معرفی می‌کند که بر تقاضای پول مؤثر است. از جمله آنها، سطح قیمت‌هاست. با افزایش قیمت‌ها فرد برای تأمین مایحتاج خود ناچار است پول بیشتری تقاضا کند، بنابراین قدرت خرید پول بر تقاضای پول مؤثر است. برای در نظر گرفتن تأثیر این عامل بر تقاضای پول فریدمن سطح قیمت‌ها را در تابع تقاضای پول وارد می‌کند که اثر آن بر تقاضای پول مثبت است. علاوه بر این، فریدمن عامل دیگری را تحت عنوان سلیقه‌ها (U) در تابع تقاضای پول خود وارد می‌کند. این عامل نه فقط برای مصرف‌کنندگان بلکه برای تولیدکنندگان نیز مطرح می‌شود. از یک طرف سلیقه مصرف‌کنندگان در تقاضای پول مؤثر است. از طرف دیگر، تولیدکنندگان نیز برای انجام هزینه‌های جاری خود، پرداخت دستمزد، خرید مواد اولیه و غیره به پول نیاز دارند. تقاضای پول تولیدکنندگان به عواملی مانند سطح فروش، تکنولوژی، عوامل بازاری و غیره بستگی دارد.

بدین ترتیب، می‌توان تابع تقاضای پول فریدمن را به صورت زیر بیان کرد:

$$M^D = F[(W, h, (i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B}), (i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E} + \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}), (\frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}), P, U]$$

به عقیده فریدمن، ثروت (W) با درآمد دائمی رابطه نزدیک دارد و می‌توان بجای آن، درآمد دائمی (y^p) را قرار داد. چنانچه قبلاً نیز ذکر شد، از نظر فریدمن، عایدی انتظاری پول (r_m) مقدار مثبت و ثابتی است، بنابراین در تابع وی می‌باید از عایدی انتظاری هر یک از دارایی‌ها، کسر شود تا بدین ترتیب عایدی خالص هر دارایی محاسبه و لحاظ شود.

اگر بازدهی انتظاری اوراق قرضه (r_B)، بازدهی انتظاری اوراق سهام (r_E) و تورم انتظاری (π^e) به صورت زیر تعریف شوند:

$$r_B = i_B - \frac{di_B}{dt} \cdot \frac{1}{i_B}$$

$$r_E = i_E - \frac{di_E}{dt} \cdot \frac{1}{i_E} + \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$$

$$\pi^e = \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$$

بازدهی خالص هر دارایی به صورت زیر محاسبه می‌شوند.

$$(r_B - r_m) = \text{خالص بازدهی انتظاری اوراق قرضه}$$

$$(r_E - r_m) = \text{خالص بازدهی انتظاری اوراق سهام}$$

$$(\pi^e - r_m) = \text{خالص تورم انتظاری}$$

اکنون می‌توان متغیرهای تعریف شده را در تابع تقاضای پول قرار داد (اپولوت، ۲۰۱۹).

$$M^D = F[(y^p)^{(+)}, h^{(-)}, (r_B - r_m)^{(-)}, (r_E - r_m)^{(-)}, (\pi^e - r_m)^{(-)}, P^{(+)}, U]$$

حال می‌توان بجای پول تقاضا پول یکی از ترکیب های دیگر ثروت را مد نظر قرار داد مثلاً

تقاضای اسناد خزانه اسلامی M^a بنابراین تقاضای اسناد خزانه به شرح ذیل می باشد:

$$M^a = F[(y^p)^{(+)}, h^{(-)}, (r_B - r_a)^{(-)}, (r_E - r_a)^{(-)}, (\pi^e - r_a)^{(-)}, P^{(+)}, U, r_a]$$

بنابراین توابع تقاضای اسناد پیمانکاران در مناطق مختلف و همچنین متقاضیان در فرابورس نیز تحت تاثیر عواملی از قبیل نرخ نکول اسناد، ثروت و نسبت ثروت انسانی به غیر انسانی و هزینه فرصت مناسب اسناد شامل نرخ بهره انواع اوراق قرضه و تغییرات آن را در زمان، عایدی انتظاری اوراق سهام شامل سود سهام و عایدی انتظاری سهام و نرخ عایدی انتظاری کالاهای بادوام (نرخ تورم) و د) عایدی انتظاری سرمایه انسانی و سلیقه‌ها (U) باشد. از طرف دیگر، تولیدکنندگان نیز

برای انجام هزینه‌های جاری خود، پرداخت دستمزد، خرید مواد اولیه و غیره به پول بجای اسناد نیاز دارند. تقاضای اسناد تولیدکنندگان به عواملی مانند سطح فعالیت، تکنولوژی، عوامل بازاری و غیره بستگی دارد. در تشریح اثر عوامل مثل تورم باید توجه داشت که آثار تورم عبارتند از ۱- اثر توزیعی و ۲- اثر تولیدی. -در اثر توزیعی، تورم منجر به توزیع مجدد درآمد و ثروت در جامعه می‌گردد. به این معنی که افرادی که دارای ثروت‌های واقعی مانند زمین، طلا، املاک و... هستند ثروتمندتر می‌شوند و برعکس افرادی که در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کرده‌اند سهم آنان از ثروت جامعه کاهش یافته و در نتیجه تقاضا برای خرید دارایی‌های مالی کاهش پیدا می‌کند و این امر موجب کاهش قیمت دارایی‌های مالی مانند قیمت سهام می‌گردد. در برابر اثر تولیدی تورم، افراد برای حفظ ارزش ثروت خود ترجیح می‌دهند پول خود را صرف کالاهایی بنمایند که قیمت آنها با افزایش تورم افزایش می‌یابد. لذا در بخش واسطه‌گری و دلالتی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این موضوعات در مطالعات عبداللهی (۲۰۱۸) و آپولوت (۲۰۱۹) مورد تایید قرار گرفته است.

باید توجه داشت دغدغه همه سرمایه‌گذاران در اوراق بدهی این است که ناشر اوراق نتواند در تاریخ سررسید، مبلغ اسمی به همراه سود را بازگرداند. برای رفع این نگرانی سرمایه‌گذاران اسناد خزانه، دولت بازپرداخت سود و اصل پول اوراق را در اولویت اول و حتی قبل از پرداخت حقوق کارکنان خود قرار داده است؛ ازاین رو اسناد خزانه ریسک نکول ندارند. این اسناد ریسک نقدشوندگی هم ندارند. ریسک نقدشوندگی به این معنی است که شما اوراق بهادار را در بازار بخرید و در زمان فروش، در پیدا کردن خریدار یا نقد کردن اوراق با مشکل مواجه شوید. اوراق اسناد خزانه اسلامی، روزانه میلیاردها تومان در فرابورس معامله می‌شوند، بنابراین ریسک نقدشوندگی برای این اوراق تقریباً وجود ندارد و مطمئن باشید که به راحتی می‌توانید اوراق خود را نقد کنید. لکن باید توجه داشت که حجم این اسناد نسبت به بازار فعلاً بسیار کم می‌باشد. لذا با استفاده از نظر فریدمن عوامل موثر بر پذیر اسناد خزانه توسط پیمانکاران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

پیشینه تحقیق

درخصوص تقاضای دارایی‌های مالی تحقیقات مختلفی از قبیل انکوکیپورنو و همکاران (۲۰۲۰)، آفتاب (۲۰۲۰)، ظفر و همکاران (۲۰۱۹) و اسکندری (۱۴۰۱) انجام شده است. بطور مثال در قلی زاده و طه‌پوری متبن (۱۳۹۰)، انتخاب سبد دارایی خانوار در حضور بازار مسکن برای نخستین بار در ایران مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور داده‌های مربوط به دارایی‌ها شامل: سهام، ارز، سکه، سپرده بانکی، اوراق مشارکت و مسکن طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۷۰ مورد استفاده قرار گرفته است. پس از محاسبه بازدهی، ریسک و ضرایب همبستگی دارایی‌ها طی دوره مورد نظر، با به کارگیری

مدل میانگین- واریانس و استفاده از نرم افزار MATLAB، ترکیب دارایی ها در سبد دارایی خانوارها استخراج شده است. این مدل با شبیه سازی و لحاظ وزن های مختلف برای هر یک از دارایی ها، ابتدا ترکیب بهینه دارایی خانوارها بدون حضور مسکن و بر اساس طبقه بندی خانوارها به: کم ریسک، ریسک متوسط و پر ریسک و بر مبنای میزان ریسک پذیری تعیین می گردد. سپس این موضوع مورد بررسی قرار می گیرد که: آیا حضور مسکن در سبد دارایی و انتخاب آن از سوی خانوارها باعث بهبود ریسک و بازدهی سبد دارایی و تغییر ترکیب پرتفولیو خواهد شد؟ مرز کارایی که پوش کاراترین سبد دارایی ها است، استخراج می شود و نتایج نشان می دهد مسکن دارایی مهمی در سبد دارایی در دوره رونق قیمت مسکن می باشد که موجب انتقال مرز کارایی خواهد شد. هدف اصلی مطالعه جهانگیری و حکمتی (۱۳۹۴) استفاده از روش همبستگی شرطی پویا (DCC-GARCH) برای بررسی ساختار همبستگی در داده های روزانه بازدهی های نرخ ارز، شاخص بازار سهام و قیمت سکه طلا طی دوره زمانی ۱۳۹۰/۰۵/۰۱ تا ۱۳۹۲/۰۶/۳۱ است. نتایج مطالعه حاکی از وجود همبستگی شرطی زیاد بین بازده نرخ ارز و سکه طلا و همچنین همبستگی شرطی کم بین بازده شاخص بازار سهام با نرخ ارز و سکه طلا است. در نهایت، برای تعیین اینکه کدام یک از بازارهای ارز، سکه طلا یا سهام برای سرمایه گذار مناسب است، از نتایج مدل DCC برای حل مساله بهینه سازی سبد دارایی مارکویتز استفاده شده است. نتایج بهینه سازی نشان داد که بهتر است بخش قابل توجهی از دارایی قابل سرمایه گذاری به سرمایه گذاری در بازار سهام اختصاص یابد.

علی احوال درخصوص پذیرش اسناد خزانه اسلامی به دلیل جدید و نو بودن آنها تحقیقی یافت نشده است، از محدود تحقیقات می توان به تحقیق ذاکرنیا و حبیب الهی (۱۳۹۵) با عنوان ارائه مدل قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی، سعی خواهد شد مدل مناسب تعیین نرخ تنزیل مناسب این اوراق تبیین گردد. به نظر می رسد بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد در ازای طلب آن ها صادر شده است. یعنی در اسناد خزانه اسلامی خرید کالا، میانگین بازدهی برآوردی در آن بازاری است که دولت کالاهای موردنیاز خود را از آن خریداری نموده است. در اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت، میانگین نرخ بازدهی حاصل از بهره برداری آن پروژه یا طرح عمرانی خاص هست و در اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه، میانگین برآوردی نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی اسناد منتشره بهترین ملاک تعیین نرخ هست.

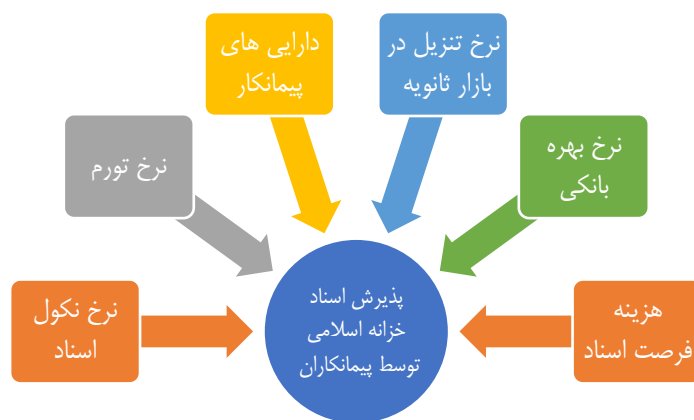
روش کار

در این تحقیق با توجه به ماهیت سوالات تحقیق، از روش توصیفی و از داده های کیفی، کمی شده برای تحقیق استفاده می شود. روش تحقیق، کتابخانه ای و میدانی می باشد و ابزار جمع آوری داده های فیش برداری و استفاده از پرسشنامه می باشد. بنابراین ابتدا از طریق منابع کتابخانه ای، نشریات، مقالات و منابع علمی مختلف (سایت های علمی) ادبیات و نظریه های مربوط به موضوع تحقیق تدوین می گردد. سپس مرحله اصلی تحقیق از طریق استخراج اطلاعات از پرسشنامه آغاز می گردد. و درنهایت از طریق نرم افزار و با استفاده از معادلات ساختاری و مدل ایدز با کمک تقاضای پول فریدمن عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران در مناطق مختلف تعیین می شود. لذا برای جمع آوری اطلاعات از روش های ذیل استفاده شده است :

روش میدانی: از ابزار پرسشنامه برای گردآوری نظریه های متخصصین، استفاده می شود.

روش کتابخانه ای: برای گردآوری اطلاعات مربوط به پیشینه و ادبیات تحقیق (اطلاعات ثانویه) از روش کتابخانه ای استفاده شده است .

قلمرو مکانی این تحقیق شامل پیمانکاران طرح های عمرانی در مناطق مختلف می باشد. که از بین این گروه های متخصص بصورت تصادفی نمونه گیری با استفاده از جدول مورگان صورت می پذیرد. با توجه به کیفی بودن برخی داده ها و جمع آوری داده ها از طریق پرسشنامه، در این تحقیق از معادلات ساختاری در قالب مدل ذیل استفاده می شود.

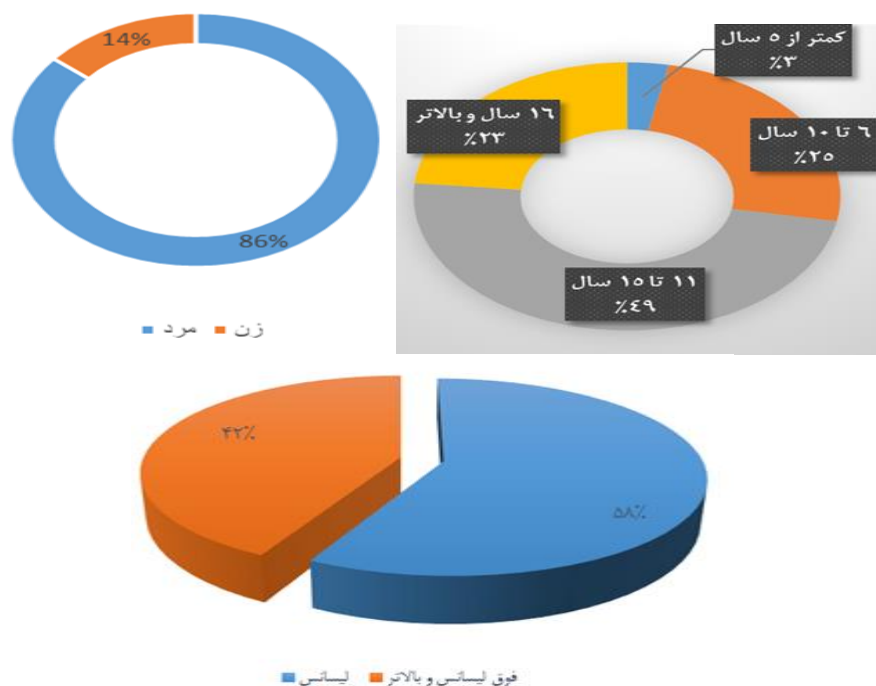


نمودار (۱) مدل پژوهش

ماخذ: مدل پرتفولیو (سبد دارایی)

تخمین مدل

قبل از برآورد مدل به بررسی ویژگی های جمعیت شناختی نمونه آماری که مشتمل بر تعداد ۳۸۵ نفر از پیمانکاران می باشد پرداخته شده است. این ویژگی ها شامل: جنسیت، سطح تحصیلات و سابقه کار بوده که وضعیت آنها در نمونه مورد بررسی به شرح نمودار (۲) می باشد.



نمودار (۲) ویژگی های جمعیت شناختی نمونه مورد بررسی

توصیف متغیرهای تحقیق

در این بخش از مطالعه به توصیف متغیرهای تحقیق براساس مقادیر مقیاس سازی شده از طریق میانگین صورت گرفته، پرداخته شده است. جزئیات دقیق شاخص های آماری متغیرهای مورد مطالعه تحقیق در جدول ذیل نشان داده شده است.

جدول (۱) بررسی توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر تحقیق	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی		کشدگی	
					آماره	انحراف ضریب	آماره	انحراف ضریب
نرخ نکول اسناد	۳۸۵	۰۴۰۰.۳	۹۰۷۶۰.۰	۸۲۴.۰	۰۷۷.۰	۱۲۴.۰	-	۲۲۷.۰
نرخ تورم		۰۲۹۰.۴	۷۳۰۵۶.۰	۵۳۴.۰	۰۵۲.۰	۱۲۱.۰	-	۲۵۷.۰
دارایی های پیمانکار		۴۹۳۶.۳	۸۸۶۶۹.۰	۷۸۶.۰	۰۳۹.۰	۱۳۳.۰	-	۲۶۴.۰
نرخ تنزیل در بازار ثانویه		۰۱۴۰.۳	۹۴۰۶۷.۰	۸۸۵.۰	۰۰۶.۰	۱۶۸.۰	-	۱۹۷.۰
نرخ بهره بانکی		۰۴۵۵.۳	۹۷۴۷۹.۰	۹۵۰.۰	-	۲۰۴.۰	-	۲۸۷.۰
هزینه فرصت اسناد		۸۳۹۲.۳	۵۷۶۱۴.۰	۳۳۲.۰	۰۱۵.۰	۱۵۱.۰	-	۲۳۲.۰
پذیرش اسناد		۴۳۵۶.۲	۸۴۲۵۴.۰	۷۲۲.۰	۰۲۱.۰	۱۴۲.۰	-	۲۲۵.۰

میانگین متغیرهای تحقیق متوسط و بیش از آن بوده و اکثراً دارای چولگی مثبت و کشیدگی منفی است. قدرمطلق انحراف ضرایب چولگی و کشیدگی این متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ است که بیانگر عدم انحراف توزیع و منحنی در مقایسه با توزیع نرمال است. چولگی مثبت نشان می‌دهد که مشاهده‌های دور افتاده از حول میانگین در دامنه راست مقیاس اندازه‌گیری واقع شده و کشیدگی منفی بیانگر این است که مشاهده‌ها در حول میانگین از تراکم کمتری برخوردار است. شاخص‌های توصیفی پذیرش اسناد از نظر پیمانکاران حاکی از این است که وضعیت این متغیر در نمونه آماری در حد اهمیت کمتر از متوسط است.

روایی ابزار اندازه‌گیری

برای قضاوت در مورد روایی معرف‌های پنج سازه مدل، به شاخص میانگین واریانس استخراج شده ۱ و همبستگی بین متغیرهای پنهان اسناد شده است. میانگین واریانس استخراج شده هر شش

سازه بزرگتر از ۰/۵۰ است که از وجود روایی همگرایی و توان دوم همبستگی بین هر شش سازه کوچکتر از میانگین واریانس استخراج شده است که از وجود روایی تشخیصی حمایت کرده است. بنابراین شاخص‌های محاسبه شده برای روایی در بخش اندازه‌گیری از روا و مناسب بودن ابزار سنجش حمایت کرده است. نتایج روایی ابزار اندازه‌گیری در جدول (۲) و (۳) نمایش داده شده است.

جدول شماره (۲) نتایج روایی و تشخیصی ابزار سنجش سازه‌ها

سازه‌های متغیر مدل	(AVE)
نرخ نکول اسناد	۰.۸۸۱
نرخ تورم	۰.۷۸۴
دارایی‌های پیمانکار	۰.۹۱۴
نرخ تنزیل در بازار ثانویه	۰.۹۵۶
نرخ بهره بانکی	۰.۹۷۹
هزینه فرصت اسناد	۰.۷۳۱
پذیرش اسناد	۰.۷۶۴

جدول شماره (۳) نتایج روایی از روش همبستگی بین متغیرهای پنهان

پیش‌بینی	اسناد	هزینه فرصت	نرخ نکول	نرخ تورم	نرخ تنزیل در بازار ثانویه	نرخ بهره بانکی	دارایی های پیمانکار
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	دارایی های پیمانکار
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰,۹۸۹	نرخ بهره بانکی
۰	۰	۰	۰	۰	۰,۹۷۷	۰,۱۱	نرخ تنزیل در بازار ثانویه
۰	۰	۰	۰	۰,۸۸۵	۰,۰۶	۰,۱۰	نرخ تورم
۰	۰	۰	۰,۹۳۸	۰,۰۲	۰,۰۳	۰,۰۴	نرخ نکول اسناد
۰	۰,۸۵۴	۰,۰۱	۰,۰۳	۰,۰۳	۰,۰۲	۰,۰۳	هزینه فرصت اسناد
۰,۸۷۴	۰,۰۸	۰,۰۶۱	۰,۰۶۵	۰,۰۱	۰,۰۱	۰,۱۰	پذیرش اسناد

اعتبار ابزار اندازه‌گیری

اعتبار به همسانی درونی پاسخ‌های مرتبط به هر یک از سازه‌ها اشاره دارد. برای قضاوت در مورد اعتبار معرف‌های پنج سازه مدل، به شاخص‌های: ضرایب "آلفای کرونباخ"^۱، "اعتبار ترکیبی"^۲ و استناد شده است. اعتبار ترکیبی هر شش سازه بیشتر از ۰/۷۰ و ضرایب آلفای کرونباخ بیشتر از ۰,۵ است که از وجود اعتبار همسانی درونی و ترکیبی ابزار سنجش در سازه‌ها حمایت کرده است. نتایج اعتبار ابزار سنجش در جدول ۴ نمایش داده شده است.

جدول شماره (۴) نتایج اعتبار ابزار سنجش سازه‌های مدل مفهومی تحقیق با دو روش مختلف

سازه	اعتبار ترکیبی	آلفای کرونباخ	نتیجه بررسی
دارایی های پیمانکار	۹۷۹,۰	۷۴۵,۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.
نرخ بهره بانکی	۹۵۵,۰	۷۰۳,۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.
نرخ تنزیل در بازار ثانویه	۹۷۹,۰	۷۰۴,۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.

1 Cronbach's Alpha

2 Composite Reliability

سازه	اعتبار ترکیبی	آلفای کرونباخ	نتیجه بررسی
نرخ تورم	۹۹۰.۰	۷۱۶.۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.
نرخ نکول اسناد	۹۹۶.۰	۷۱۶.۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.
هزینه فرصت اسناد	۸۹۷.۰	۹۷۵.۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.
پذیرش اسناد	۹۰۷.۰	۸۴۵.۰	سازه از اعتبار کافی برخوردار است.

ارزیابی برازندگی مدل مفهومی

در مدل ساختاری با رویکرد واریانس محور، شاخص‌های برازندگی به ارزیابی کلی در مورد توانمندی و قدرت پیش‌بینی در روابط بین معرف‌ها با سازه و روابط بین سازه‌ها می‌پردازد که در این جا از شاخص‌های میزان واریانس تبیین شده برای هر رابطه ۱ و شاخص کوواریانس‌های مشاهده شده در جدول ۵ آمده است.

جدول شماره (۵) شاخص‌های خوبی برازش مدل برازندگی مدل مطالعه

نام متغیر	مقادیر R^2	*CV-com
پذیرش اسناد	۰.۸۹۳	۰.۴۴۵

* مثبت بودن این شاخص نشانه کیفیت مطلوب است

برآورد ضرایب مسیرها

با توجه به نتایج برآورد ضرایب مسیرها به شرح جدول ذیل اند:

جدول شماره (۶): نتایج آزمون تاثیر عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی

ضریب تأثیر و آماره آزمون				سازه اثرگذار	سازه اثرپذیر
احتمال	قدر مطلق آماره t	انحراف معیار	ضریب		
۰,۰۰۰	۷۰۹,۴	۰,۶۱۶	۲۹۰,۱۰	پذیرش اسناد خزانه اسلامی	دارایی های پیمانکار
۰,۰۰۰	-۲۶۰,۳	۰,۰۴۶	-۰,۱۵۰		نرخ بهره بانکی
۰,۰۰۰	۴۹۱,۱۰	۰,۰۶۱	-۰,۰۴۴		نرخ تنزیل در بازار ثانویه
۰,۰۰۰	-۹۰۳,۹	۰,۰۵۲	-۰,۶۴۶		نرخ تورم
۰,۰۰۰	۳۷۱,۹	۰,۰۶۴	۰,۰۳۴		نرخ نکول اسناد
۰,۰۰۰	۹۰۷,۷	۰,۰۷۵	۰,۵۹۶		هزینه فرصت اسناد

تفسیر ضرایب

- دارایی های پیمانکار

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش میزان دارایی های پیمانکار تاثیر مثبت بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری صورت گرفته ضریب تاثیر میزان دارایی های پیمانکار بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با ۰,۲۹۰۱ بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (۴,۷۰۹) از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر مستقیم از میزان دارایی های پیمانکار بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان دارایی های پیمانکار بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر مثبت دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش دارایی های پیمانکار توانایی مالی لازم را برای پیمانکار فراهم می سازد تا اسناد خزانه اسلامی را به عنوان بهای خدمات خود بپذیرد.

- نرخ بهره بانکی

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش نرخ بهره تاثیر منفی بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری صورت گرفته ضریب تاثیر میزان نرخ بهره بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با -۰,۰۱۵۰ بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (۲۶۰,۳) از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان

۹۵٪ رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر از نرخ بهره بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان نرخ بهره بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش نرخ بهره هزینه مالی تامین مالی پروژه های پیمانکار را افزایش داده لذا پیمانکار توانایی لازم برای پذیرش اسناد خزانه اسلامی را به عنوان بهای خدمات خود ندارد چرا که برای جبران هزینه های بهره نیازمند وجوه نقد می باشد.

- نرخ تنزیل در بازار ثانویه:

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی ، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش نرخ تنزیل در بازار ثانویه تاثیر منفی بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری صورت گرفته ضریب تاثیر میزان نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با ۰,۰۶۴- بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (۴۹۱,۱۰) از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر از نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش نرخ تنزیل در بازار ثانویه موجب کاهش قدرت نقد شوندگی اوراق می گردد و از سویی ارزش حال اوراق را کاهش می دهد لذا تمایل پیمانکار برای پذیرش اسناد خزانه اسلامی به عنوان بهای خدمات خود کاهش می دهد.

- نرخ تورم:

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی ، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش نرخ تورم تاثیر منفی بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری برآورد شده ضریب تاثیر میزان نرخ تورم بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با ۰,۶۴۱- بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (۹,۹۰۳) از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر از نرخ تورم بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان نرخ تورم بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش نرخ تورم موجب کاهش ارزش آتی اوراق و در نتیجه کاهش درآمد های پیمانکار می گردد و در نتیجه تمایل پیمانکار برای پذیرش اوراق کاهش می یابد .

- نرخ نکول اسناد:

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش نرخ نکول اسناد تاثیر منفی بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری برآورد شده ضریب تاثیر میزان نرخ نکول اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با -0.6034 بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (9.371) از مقدار بحرانی $1/96$ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان 95% رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر از نرخ نکول اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان نرخ نکول اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش نرخ نکول اسناد موجب افزایش عدم اطمینان پیمانکار نسبت به وصول اسناد و تحقق درآمد وی می گردد و در نتیجه تمایل پیمانکار برای پذیرش اوراق کاهش می یابد.

- هزینه فرصت اسناد:

با استناد به پایه نظری مدل های سبد دارایی، انتظار این است که در جامعه آماری مورد مطالعه، افزایش هزینه فرصت اسناد تاثیر منفی بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. با توجه به اینکه براساس نتایج بدست آمده از معادله یابی ساختاری برآورد شده ضریب تاثیر میزان هزینه فرصت اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی برابر با -0.5962 بوده و از آنجا که قدر مطلق آماره آزمون محاسبه شده (7.907) از مقدار بحرانی $1/96$ بزرگتر است، بنابراین فرضیه صفر در سطح اطمینان 95% رد شده و فرضیه مخالف دال بر وجود تاثیر از هزینه فرصت اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی پذیرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش میزان هزینه فرصت اسناد بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد که دلیل حصول این نتیجه این مطلب است که افزایش هزینه فرصت اسناد موجب افزایش هزینه های اقتصادی و زیان پیمانکار می گردد و در نتیجه تمایل پیمانکار برای پذیرش اوراق کاهش می یابد.

نتیجه گیری

مساله کسری بودجه در کشور ایران همواره از مشکلات مطرح در اقتصاد ایران بوده و چگونگی برخورد با آن نتایج خاص به هر روش را به همراه دارد، بطور مثال افزایش مالیات منجر به نارضایتی شده و فشار زیادی به صنایع و مصرف کنندگان وارد می آورد و از طرفی بانکها حاضر به پرداخت تسهیلات به بخش دولتی (دولت و شرکت های دولتی) از یک میزان بیشتر نیستند. روش تأمین با اوراق و اسناد دارای کمترین اثرات منفی اجتماعی بوده و با عنایت به مزایای مختلف این اسناد در

تامین مالی بودجه، لکن دغدغه این است که این اوراق بامشکلاتی مشابه سایر اوراق بهادار روبرو است که از آن جمله می توان به عدم تقاضای کافی و مقبولیت برای آن ها اشاره نمود. ازطرفی امروزه به دلیل تحریم ها کاهش درآمدهای نفتی و رکود اقتصادی و کاهش درآمدهای مالیاتی تخصیص طرح های تملک دارایی سرمایه ای با مشکلات مختلف از قبیل تخصیص متوسط کمتر از ۴۰ درصدی روبرو شده است بنابراین بررسیمعوامل موثر بر روش های تامین مالی پروژه های عمرانی من الجمله عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران از اهمیت ویژه ای برخوردار است که در این مطالعه به آن پرداخته شد.

برای دستیابی به این مهم مدلی متشکل از عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی، (نرخ نکول اسناد، نرخ تورم، دارایی های پیمانکار، نرخ تنزیل در بازار ثانویه، نرخ بهره بانکی، هزینه فرصت اسناد) با توجه به مبانی نظری استخراج گردید که مشاهدات لازم برای برآورد مدل با استفاده از پرسشنامه از ۳۸۵ نفر از پیمانکاران و متخصصان در زمینه پروژه های عمرانی جمع اوری گردید و مدل مورد بررسی با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی برآورد گردید که براساس نتایج حاصله افزایش میزان دارایی های پیمانکار بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر مثبت داشته بنابراین می توان نتیجه گرفت افزایش دارایی های پیمانکار توانایی مالی لازم را برای پیمانکار فراهم می سازد تا اسناد خزانه اسلامی را به عنوان بهای خدمات خود بپذیرد. همچنین افزایش میزان نرخ تنزیل در بازار ثانویه بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد بنابراین می توان نتیجه گرفت که افزایش نرخ تنزیل در بازار ثانویه با کاهش ارزش حال اوراق موجب کاهش قدرت نقد شوندگی اوراق می گردد لذا تمایل پیمانکار برای پذیرش اسناد خزانه اسلامی به عنوان بهای خدمات خود کاهش می دهد. از طرف دیگر بر اساس نتایج افزایش میزان نرخ تورم بر میزان پذیرش اسناد خزانه اسلامی تاثیر منفی دارد چرا که افزایش نرخ تورم موجب کاهش ارزش آتی اوراق و در نتیجه کاهش درآمد های پیمانکار می گردد و در نتیجه تمایل پیمانکار برای پذیرش اوراق کاهش می دهد. بنا توجه به این نتایج می توان عنوان نمود که هر سه فرضیه مطالعه تایید گردیده است.

پیشنهادهای بر مبنای نتایج تحقیق

✓ به تصمیم گیران در دولت پیشنهاد می گردد: در فرایند مناقصات انتخاب پیمانکار در طرح های تملک دارایی سرمایه ای میزان دارایی های پیمانکار به عنوان یک عامل مهم و تاثیر گذار در نظر گرفته شود و پیمانکارانی انتخاب گردند که میزان دارایی های بیشتری نیز داشته باشند

و تنها به عامل هزینه توجه نگردد چرا که پیمانکار با دارایی بیشتر امکان قبول اسناد خزانه اسلامی را داراست.

✓ به پیمانکاران پروژه های عمرانی تسهیلات ویژه با نرخ بهره کمتر اعطا گردد. تا با پایین آوردن هزینه های مالی موجبات و امکانات پذیرش اسناد خزانه اسلامی برای آن ها فراهم گردد. البته می بایست تمهیدات لازم برای حصول اطمینان از اینکه تسهیلات مذکور در راستای فعالیت پیمانکاری مصرف گردد اندیشیده شود.

✓ نرخ تنزیل اسناد خزانه اسلامی نسبت به سایر اوراق کمتر در نظر گرفته شود تا تمایل پیمانکاران برای پذیرش این اوراق افزایش یابد.

✓ سیاست گذاران اقتصادی با اعمال سیاست های پولی انقباضی مناسب موجبات کاهش نرخ تورم را فراهم آورند.

پیشنهادهای برای تحقیقات آتی:

به محققین و پژوهشگران پیشنهاد می گردد که:

✓ فاکتور ها و عوامل موثر بر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران با استفاده از روش رتبه بندی شبکه ای و تاکسونومی مورد بررسی قرار گیرد

✓ تاثیر پذیرش اسناد خزانه اسلامی توسط پیمانکاران در کنار سایر متغیر ها بر متغیر های کلان اقتصادی من جمله تورم و رشد اقتصادی بررسی گردد.

منابع

۱. جهانگیری، خلیل و صمد، حکمتی فرید (۱۳۹۴) "مطالعه آثار سرریز تلاطم بازارهای سهام، طلا، نفت و ارز"، پژوهشنامه اقتصادی، ۱۵ (۵۶)، ۱۵۹-۱۹۲
۲. -، (۱۳۹۹) "گزارشات تفریغ بودجه دولت برای سال های مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳"، دیوان محاسبات کشور
۳. -، (۱۴۰۰) "گزارشات تفریغ بودجه دولت برای سال های مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴"، دیوان محاسبات کشور
۴. توکلی، احمد (۱۳۸۶) "با طرح های ناتمام عمرانی چه کنیم"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی
۵. حسینی، سید محمدرضا (۱۳۹۷) "تحلیل فقهی و حقوقی اسناد خزانه اسلامی"، دو فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، سال ۸، شماره ۱ (پیاپی ۱۳۹۷)
۶. خلاصه تحولات اقتصادی کشور ۱۳۹۰، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نمایه در <http://www.cbi.ir>
۷. خلاصه تحولات اقتصادی کشور ۱۳۹۱، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نمایه در <http://www.cbi.ir>
۸. خلاصه تحولات اقتصادی کشور ۱۳۹۷، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نمایه در <http://www.cbi.ir>
۹. داودی، پرویز و حسین، صمصامی (۱۳۸۹) "پول و بانکداری"، انتشارات شهید بهشتی
۱۰. دفتر مطالعات برنامه و بودجه (۱۳۹۰) "گزارش بررسی بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور، اوراق مشارکت ریالی"، گزارش به شماره مسلسل ۱۲۲۵۰، مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی
۱۱. ذاکرنیا، احسان و محمد هادی، حبیب الهی (۱۳۹۵) "ارائه مدل قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی"، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره ۱۸
۱۲. رحیمی نژاد، اسماعیل و صمد، عزیزنژاد (۱۳۹۳) بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور تحلیل جایگاه اوراق در بودجه (تبصره «۶»)، مرکز پژوهش های مجلس

۱۳. سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱) "ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی"، فصلنامه راهبرد، شماره ۶۵، سال ۲۱
۱۴. شعبانی جفودی، ثریا، محمدی فرد، فاطمه سادات و آسایش حمید (۱۳۹۲) "بهره وری و مدیریت ریسک عملیاتی"، کتب تخصصی دانشگاهی ایران، بروجرد.
۱۵. طهماسبی، فرامرز، (۱۳۹۴) "برآورد در یک پورتهوی دارایی، تحقیقات اقتصادی"، دوره ۵۰، شماره ۴
۱۶. فتحی نژاد، عبدالله، (۱۳۹۰)، "نظام فنی و اجرایی طرح های عمرانی: آسیب شناسی و راهکارها"، مجلس و پژوهش، سال ۱۰، شماره ۳۹
۱۷. فراهانی، مهدی (۱۳۸۹) "آسیب شناسی اقتصادی و حقوقی اوراق مشارکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد. موسسه علوم بانکی.
۱۸. فطرس، محمدحسن و سیداحسان، حسینی دوست، (۱۳۹۴) "برآورد غیرخطی تقاضای پول و تعیین سطح آستانهای تورم در ایران (1390-1352)", فصلنامه پژوهشها و سیاست های اقتصادی سال بیست و سوم، شماره ۷۳، ۱۷۸-۱۵۳
۱۹. فیاضی محمد تقی، نظریور محمد نقی (۱۳۹۴) "استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تامین مالی طرحهای تملک دارایی سرمایه ای دولت" فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سیزدهم، صفحه ۸۳-۱۰۸
۲۰. قلی زاده، علی اکبر و مسعود، طهوری متین (۱۳۹۰) "انتخاب سبد دارایی ها در دوره رکود و رونق مسکن"، پژوهش های رشد و توسعه پایدار (پژوهشهای اقتصادی)، ۱۱(۳)، ۷۱-۹۲
۲۱. کمیجانی، اکبر و حمیدرضا، طباطبایی زواره (۱۳۹۱)، "عوامل تعیین کننده نقدینگی در سطح بنگاه های تولیدی یک رویکرد تقاضای پول"، فصلنامه برنامه و بودجه، سال ۱۷، ۳
۲۲. گروه بودجه دفتر مطالعات بخش عمومی (۱۳۹۴) "گ بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور ۵۰. بررسی جنبه های حقوقی اسناد خزانه اسلامی و عملکرد آن در بودجه های سنواتی و بودجه سال ۱۳۹۵"، مرکز پژوهش های مجلس، گزارش موسویان سید عباس و ابوذر، سروش (۱-۱۳۹۰)، آسیب شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۴، سال چهارم

۲۳. موسویان، سید عباس، نظریور، محمد نقی و ایوب، خزایی، (۱۳۸۹)، "امکان سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی"، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۴۰
۲۴. یادگاری، سیامک، پناهی، علی، محمد، قاسم (۱۳۸۳) "درباره لایحه بودجه سال ۱۳۸۴ کل کشور (۴) تحلیل وضعیت اوراق مشارکت"، مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی
25. Aftab, M. (۲۰۲۰). "Behavioral Biases as Predictors of Investment Decision of Individual Investors in Pakistan (June ۵, ۲۰۲۰)." Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=۳۶۱۹۵۸۰> or <http://dx.doi.org/۱۰/۲۱۳۹/ssrn.۳۶۱۹۵۸۰>
26. Collins, P. & Stampfli, J. (2009). "Static vs. Dynamic Investment Policy: Matching Asset Management to Investor Risk Preferences", Retrieved from <http://www.ideas.repec.org>
27. Eychenne, k, Martinetti, S, roncalli, p (2011), " Strategic Asset Management", Applied Financial Economics
28. Galbács, P., (2017), "the Friedman-Lucas Transition in Macroeconomics A Structuralist Approach" <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-816565-2.00002-6>, Pages 77-161
29. Kuhn, M., & Prettnner, K. (2018). "Population age structure and consumption growth: evidence from National Transfer Accounts". *Journal of Population Economics*, 31(1): 135- 153
30. Nkukpornu, E., Gyimah, P., & Sakyiwaa, L. (2020). "Behavioural Finance and Investment Decisions: Does Behavioral Bias Matter?." *International Business Research*, 13, 65.
31. Opolot, J., (2019), "a Re-estimate of the Money Demand Function in Uganda. Bank of Uganda", Bank of Uganda Working Paper Series Working Paper No. 15/2019
32. Zafar, u, Zaman A, Nazar H. Phulpoto, Sohail A. Memon, Raza M. Pahore, M. Imran, Zuhaibuddin Bhutto. (۲۰۱۹). I"mpact of Psychological Biases and Personality Traits on Investor Trading Behavior". *IJCSNS International Journal of Computer Science and Network Security*, VOL. ۱۹No. ۸