

Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges

Zohre Sheykhinezhad¹  | Ali Zare²  | Shahab Jafari Nadoshan³ 

1. Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: sheikhinezhadz@gmail.com

2. **Corresponding Author**, Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: alizare@srbiau.ac.ir

3. Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: shjafari@srbiau.ac.ir

(Received : June 12, 2023 ; Revised : October 15, 2023 ; Accepted : October 16, 2023)

Article Info	ABSTRACT
Article type: Research Article	<i>As the most important actors of social security systems, pension funds follow certain principles in their investments; One of these principles is the principle of responsible investment. Responsible investment means integrating environmental, social and governance factors in the decision-making process for (long-term) investment and managing related activities. The emphasis on responsible investment by international organizations and the tendency of many pension funds in the United States of America, the United Kingdom and the European Union member states to do so indicate the importance of the issue. For this reason, the current article has investigated the responsible investment of pension funds using the descriptive-analytical method and based on library studies. The findings of this article indicate that pension funds in countries have different approaches to responsible investment; So that some of them strictly follow the rules of responsible investment; Some others try to comply with this principle to some extent, and another group of funds do not pay any attention to complying with this principle. The approach of these last two groups of funds is mainly due to the lack of knowledge required for responsible investment, the difficulty of choosing a portfolio and the high cost of this type of investment.</i>
Article history: Received Received in revised form	
Accepted Published online	
Keywords: Responsible investment, foreign investment, pension fund, business company, stocks.	

Cite this article: Sheykhinezhad, Z., Zare, A., & Jafari Nadoshan, Sh. (2023). Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges. *Private law*, 56 (1), 1-20. DOI: <https://orcid.org/0009-0003-4249-0853>



© The Author(s). Zohre Sheykhinezhad, Ali Zare, Shahab Jafari Nadoshan,

Publisher: University of Tehran Press.

DOI: <http://doi.org/0009-0002-6179-0461>; <http://doi.org/0009-0002-4638-8934>

سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی؛ ملاحظات اخلاقی و چالش‌ها

زهرة شیخی‌نژاد^۱ | علی زارع^۲ | شهاب جعفری ندوشن^۳

۱. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: sheikhinezhadz@gmail.com

۲. نویسنده مسئول، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: alizare@srbiau.ac.ir

۳. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: shjafari@srbiau.ac.ir

(تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۲۲ ؛ تاریخ بازنگاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۳؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۴)

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی	صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان مهمترین فعالان نظام‌های تامین اجتماعی در سرمایه‌گذاری‌های خود از اصولی پیروی می‌نمایند؛ یکی از این اصول، اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه است. سرمایه‌گذاری مسوولانه، به معنای تجمیع عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی در فرآیند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری (بلند مدت) و اداره فعالیت‌های مربوط به آن است. تاکید بر سرمایه‌گذاری مسوولانه از سوی سازمان‌های بین‌المللی و گرایش بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده آمریکا، انگلستان و کشورهای عضو اتحادیه اروپا به آن، دلالت بر اهمیت موضوع دارد. با این حال، در نظام حقوقی ایران در مورد این نوع سرمایه‌گذاری، قانونگذار سکوت کرده است و رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران نیز در مورد اعتقاد یا عدم اعتقاد به سرمایه‌گذاری مسوولانه، مشخص نمی‌باشد. به همین جهت، مقاله کنونی با استفاده از روش توصیفی تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی، پرداخته است. یافته‌های این مقاله، دلالت بر آن دارد صندوق‌های بازنشستگی در کشورها، رویکردهای مختلفی نسبت به سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند؛ به طوری که برخی از آنها بشدت از قواعد سرمایه‌گذاری مسوولانه تبعیت می‌نمایند؛ برخی دیگر، تا حدی سعی در رعایت این اصل دارند و گروه دیگری از صندوق‌ها به رعایت این اصل، هیچ توجهی ندارند. رویکرد این دو گروه اخیر از صندوق‌ها عمدتاً به فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسوولانه، دشواری انتخاب پرتفوی و هزینه‌بر بودن این نوع سرمایه‌گذاری باز می‌گردد.
تاریخ دریافت: تاریخ بازنگاری: تاریخ پذیرش: تاریخ انتشار:	
سرمایه‌گذاری مسوولانه، سرمایه‌گذاری خارجی، صندوق بازنشستگی، شرکت تجاری، سهام.	

استناد: شیخی‌نژاد، زهره؛ زارع، علی؛ و جعفری ندوشن، شهاب (۱۴۰۲). سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی؛ ملاحظات اخلاقی و چالش‌ها. حقوق خصوصی، ۲(۴)، ۲۰-۱.
DOI: <http://doi.org/2023.355563.1007175>



ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران.

© نویسندگان. زهره شیخی‌نژاد، علی زارع، شهاب جعفری ندوشن.

DOI: <http://doi.org/0000000315624912>; <http://doi.org/0000000215125236>

۱. مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان مهمترین فعالان حوزه بیمه‌ای نظام‌های تامین اجتماعی برای آنکه قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه‌شدگان باشند، عمدتاً مبادرت به سرمایه‌گذاری حق بیمه‌های دریافتی می‌نمایند. سرمایه‌گذاری این نهادها همانند بسیاری از نهادهای مالی از اصولی پیروی می‌کند. یکی از این اصول که مورد تاکید سازمان‌های بین‌المللی همچون بانک جهانی، سازمان بین‌المللی کار، اتحادیه بین‌المللی تامین اجتماعی و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، قرار گرفته است، اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه می‌باشد (World Bank, 2015: 3).

به موازات سازمان‌های بین‌المللی، برخی کشورها نیز در قوانین و مقررات به سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی توجه نشان داده‌اند و در همین راستا بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به دلایل متعدد در رویه عملی خود سعی نموده‌اند در کنار سایر اصول سرمایه‌گذاری همچون اصل تعادل امنیت و سودآوری و استقلال از مداخلات دولت، به مسوولانه بودن سرمایه‌گذاری نیز توجه نمایند؛ به طوری که در طی چند دهه اخیر این نوع سرمایه‌گذاری، در میان بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی، رشد چشمگیری داشته است. آمارهای موجود نشان می‌دهد میزان سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده آمریکا، انگلستان و بیشتر کشورهای عضو اتحادیه اروپا در طی سه دهه اخیر به‌طور متوسط بیش از دو برابر شده است (Geczy, 2021: 2-3).

با این حال، با وجود اهتمام صندوق‌های بازنشستگی بسیاری از کشورها به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، در کشور ایران، نه تنها قوانین و مقررات، بصراحت اشاره‌ای به سرمایه‌گذاری مسوولانه ندارند، بلکه رویکرد و رویه صندوق‌های بازنشستگی نیز در مورد رعایت یا عدم رعایت این اصل، مشخص نمی‌باشد.

با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری مسوولانه و ابهاماتی که در خصوص آن در نظام حقوقی ایران و رویه صندوق‌های بازنشستگی ایران، وجود دارد، مقاله کنونی با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای و با رویکرد تطبیقی به بررسی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی و ملاحظات اخلاقی و چالش‌های آن خواهد پرداخت. در این راستا در قسمت نخست مقاله، مفهوم و مبانی سرمایه‌گذاری مسوولانه، توضیح داده می‌شود و پس از آن در قسمت دوم در زمینه رویکرد صندوق‌های بازنشستگی نسبت به آن، شرح داده خواهد شد و در نهایت در قسمت سوم مقاله، چالش‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی، بررسی و تحلیل می‌شود.

۲. مفهوم و مبانی سرمایه‌گذاری مسوولانه

در این قسمت به ترتیب در مورد مفهوم، مولفه‌ها و مبانی توجیهی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی توضیح داده می‌شود.

۲-۱- مفهوم سرمایه‌گذاری مسوولانه

سرمایه‌گذاری مسوولانه در یک بیان ساده، به معنای تجمع عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی در فرآیند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری (بلند مدت) و اداره فعالیت‌های مربوط به آن است (Ingram, 2015: 1-2). این نوع سرمایه‌گذاری، تلفیق اهداف مالی سرمایه‌گذاران با نگرانی‌هایشان در مورد مسایل اخلاقی، محیط زیستی و اجتماعی است (OECD, 2007: 5). در واقع، سرمایه‌گذاری مسوولانه به‌عنوان یک شیوه از سرمایه‌گذاری، فرصت‌ها و مخاطرات فرامالی شامل عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی (مطلوب) را در انتخاب و مدیریت پرتفوی، لحاظ می‌نماید (Martini, 2021: 16875).

در راستای اعمال اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، باید عوامل سه گانه مذکور، در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، ارزیابی و مورد تحقیق و بررسی جامع قرار گیرند؛ در رویه‌ها و سیاست‌های مالکیت، گنجانده شوند و در تخصیص دارایی، انتخاب سهام و ساختار سبد سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارند. همچنین شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز باید متعهد به رعایت این موارد سه گانه شوند (Hierzig, 2015: 9-10).

۲-۲- مولفه‌های سرمایه‌گذار مسوولانه

منظور از مولفه‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه اجزاء یا شاخص‌هایی است که وجود یا رعایت آنها در انتخاب پرتفوی یا فرآیند تصمیم‌گیری یا شیوه مالکیت یک سرمایه‌گذاری، به آن سرمایه‌گذاری وصف مسوولانه بودن می‌دهد. به زعم بیشتر نویسندگان، مهمترین اجزای تعیین‌کننده در این زمینه عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی هستند.

هر یک از مولفه‌های سه گانه فوق، خود در بردارنده‌ی مصادیق متعددی است؛ منظور از مولفه محیط زیستی، عوامل مربوط به محیط زیست طبیعی و انسانی است و حوزه‌هایی مانند کیفیت مدیریت محیط زیست، انتشار گازهای گلخانه‌ای، کارایی انرژی و منابع، تامین مواد اولیه، تاثیر بر منابع طبیعی، زمین و اکوسیستم‌ها، ضایعات و بازیافت را شامل می‌شود (Della Croce, 2011: 9). در واقع در این موارد (که سرمایه‌گذاری سبز نیز نامیده می‌شود)، سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری، مخاطرات محیط زیستی، همچون تغییرات آب و هوایی، استفاده از انرژی‌های ناسالم، اتلاف یا کاهش برخی از منابع طبیعی (مانند جنگل زدایی)، کاهش یا محدودیت دسترسی به آب سالم و کاهش جمعیت گونه‌های گیاهی و جانوری را مورد توجه قرار می‌دهد (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۳)؛ به‌عنوان مثال، زمانی که صندوق بازنشستگی در راستای رعایت این مولفه، اقدام به غربالگری (مثبت) گزینه‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سهام آن دسته از شرکت‌های تجاری که کارخانه‌های وابسته به آنها از انتشار گازهای گلخانه‌ای اجتناب می‌کنند، می‌نماید، گفته می‌شود که اقدام به سرمایه‌گذاری مسوولانه کرده است.

مولفه دیگر سرمایه‌گذار مسوولانه، مولفه اجتماعی است که رعایت آن عمدتاً دلالت بر مسوولیت اجتماعی سرمایه‌گذار دارد. معیارهای اجتماعی، شامل مواردی چون حقوق بشر، حقوق استخدامی، حقوق سلامت، برده‌داری مدرن، کار کودکان، بهداشت و ایمنی شغلی، شرایط کار و روابط کارکنان، شیوه‌های تبعیض آمیز استخدام و ارتقاء در رابطه با نژاد یا جنسیت، رفاه جامعه و اختلافات کارگری می‌شود. بر مبنای همین مولفه، صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده سرمایه‌گذار مسوولانه، ممکن است از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی صادره از سوی دولت‌های که ناقض حقوق بشر به شمار می‌آیند، اجتناب نمایند.

در نهایت در خصوص مولفه دیگر یعنی حاکمیت شرکتی باید گفت: این مورد عمدتاً به چگونگی ساختار و اداره سازمان و نحوه برخورد منصفانه با کارکنان ارتباط دارد و مهمترین مصادیق آن، عبارتند از: رشوه و فساد، پاداش مدیر اجرایی، تنوع و ساختار هیات مدیره، استقلال هیات مدیره و اعمال نفوذ سیاسی و استراتژی مالیاتی (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۳). در واقع، شرکت‌های مسوولیت‌پذیر اجتماعی که به خوبی اداره می‌شوند و حکمرانی مطلوب را رعایت می‌کنند، کمتر مستعد چالش‌هایی چون فساد، رسوایی‌های مخرب و نفوذ هستند (Green, 2022: 2-5). بر همین مبنای صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده سرمایه‌گذاری مسوولانه، در صورت کشف و اثبات فساد در یک شرکت تجاری، ممکن است نسبت به طرد آن، اقدام و سرمایه خود را از آن خارج کنند.

اگرچه در مورد مولفه‌ها فوق تا حد زیادی اتفاق نظر وجود دارد، با این حال در عمل در تفسیر برخی از مصادیق هر یک از آنها ممکن است اختلاف نظر وجود داشته باشد؛ به طوری که در حالی که از نظر یک صندوق، یک مورد یا وضعیت مصداق نقض حقوق بشر است از نظر صندوق بازنشستگی، موافق با موازین حقوق بشری نباشد. به همین جهت صندوق‌های بازنشستگی نسبت به همه مصادیق مرتبط با هر یک از مولفه‌ها حساسیت یکسانی ندارند و در بسیاری موارد اقدام به اولویت بندی میان آنها می‌نمایند.

1 -Responsible Investment Factors

2 -Green Investment

3 -Socially Responsible Investment

۲-۳- مبانی توجیهی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی

یکی از مهمترین مسایل در خصوص سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی، دلایل و مبانی توجیه‌کننده این نوع سرمایه‌گذاری است. در واقع، مساله این است که چرا صندوق‌های بازنشستگی، مبادرت به سرمایه‌گذاری مسوولانه می‌نمایند؟ در این خصوص، دیدگاه‌های مختلفی مطرح شده است. از نظر بیشتر نویسندگان، مهمترین مبانی سرمایه‌گذاری مسوولانه، اخلاق است. در واقع، زمانی که صندوق بازنشستگی می‌خواهد دارایی خود را سرمایه‌گذاری کند در درجه نخست به این مساله توجه دارد که آیا آن سرمایه‌گذاری با ارزش‌های اخلاقی مورد قبول صندوق، سازگاری دارد؟ چرا که در برخی موارد، صندوق نمی‌خواهد در صنایعی که فعالیت آنها را غیر اخلاقی می‌پندارد مانند صنعت دخانیات و یا شرکت‌های قمار سرمایه‌گذاری کند و این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را شرمسارانه می‌داند (Green, 2022: 2-5).

نگاه اخلاقی به سرمایه‌گذاری از گذشته تا به امروز در برخی کشورها قابل مشاهده، بوده و تا حد زیادی در اندیشه‌های مذهبی و آموزه‌های دینی که از قرون گذشته وجود داشته است، ریشه دارد؛ به‌عنوان مثال در ایالات متحده آمریکا پیش از انقلاب ۱۹۷۸ این کشور، بسیاری از سرمایه‌گذاران بنا به دلایل مذهبی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به تولید تنباکو، الکل و مانند اینها می‌پرداختند، اجتناب می‌نمودند (OECD, 2007: 4). از آن زمان تا به امروز بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی این کشور نیز با رویکرد اخلاقی به غربالگری فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازند و در گزینه‌هایی که آنها را «سهام گناه» و یا «صنایع گناه» می‌پندارند، سرمایه‌گذاری نمی‌کنند (Martini, 2021: 16881). در کشور نروژ نیز به موجب دستورالعمل اخلاقی مسوولیت سرمایه‌گذاری (که در سال ۲۰۰۴ توسط وزارت دارایی تنظیم و توسط دولت و پارلمان تایید شده است)، صندوق‌های بازنشستگی این کشور در سرمایه‌گذاری‌های خود، مکلف به رعایت ملاحظات اخلاقی در سرمایه‌گذاری‌ها هستند (Schücking, 2014: 10-11). در همین راستا در مدیریت صندوق بازنشستگی دولتی جهانی نروژ، تعهد اخلاقی همواره مورد توجه است؛ نخست، صندوق باید به گونه‌ای مدیریت شود که به دنبال ایجاد ارزش پایدار برای نسل‌های فعلی و آینده نروژی‌ها باشد. دوم، صندوق باید از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که موجب نقض جدی هنجارهای اخلاقی می‌شوند یا به آنها کمک می‌کنند، خودداری کند (Ministry of Finance, 2022: 1-3). همانند سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری مسوولانه را جزو مسایل مربوط به اخلاق تجاری دانسته و ذیل این عنوان در مورد آن بحث نموده‌اند (OECD, 2007: 3).

دیدگاه‌ها و رویکردهای اخلاقی فوق به سرمایه‌گذاری‌ها، موجب شده است برخی نویسندگان به جای اصطلاح سرمایه‌گذاری مسوولانه، عبارت «سرمایه‌گذاری اخلاقی» را به کار برند. «سرمایه‌گذاری اخلاقی» که یک اصطلاح نسبتاً گسترده است، به‌طور کلی، به این معنی است که سرمایه‌گذار، هدف دیگری به غیر از بازگشت سرمایه خود دارد. در واقع، یک سرمایه‌گذار اخلاقی عمدتاً هدفش این است که از قرار دادن پول خود در صنایعی مانند دخانیات، تسلیحات یا قمار که شناخته شده است، آسیب نبیند (Green, 2022: 2-5). در «سرمایه‌گذاری اخلاقی»، رویکرد غالب برای انتخاب سرمایه‌گذاری، باورهای اخلاقی (باورهایی در مورد اینکه چه چیزی از نظر اخلاقی درست و نادرست است) می‌باشد (Derbyshire pension Fund, 2020: 3) و در آن، اقناع اخلاقی یک سازمان بر ملاحظات سرمایه‌گذاری آن اولویت دارد (Marcilio R., 2015: 13).

1 - Sin Stocks

2 - Sin Industries

3 - The Government Pension Fund Global (GPF)

4 - Business ethics

5 - Ethical Investment

اگرچه مهمترین مبنای سرمایه‌گذاری مسوولانه، اخلاق است، با این حال به کار بردن سرمایه‌گذاری اخلاقی به جای سرمایه‌گذاری مسوولانه از دو جهت محل انتقاد است؛ **نخست** آنکه، سرمایه‌گذاری مسوولانه همواره به معنای سرمایه‌گذاری اخلاقی و محدود به آن نیست؛ زیرا سرمایه‌گذاری اخلاقی معمولاً به غربالگری یا طرد شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که مشغول فعالیت‌هایی هستند که از طرف سرمایه‌گذار، غیراخلاقی تلقی می‌شود یا فعالیت‌های آنها مغایر با اعلامیه‌ها، کنوانسیون‌ها و موافقتنامه‌های بین‌المللی است (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۱۱). این در حالی است که سرمایه‌گذاری مسوولانه در همه موارد به ملاحظات اخلاقی سرمایه‌گذاری توجه ندارد؛ به‌عنوان مثال توجه سرمایه‌گذار به وجود یا فقدان حکمرانی مطلوب و حاکمیت شرکتی در یک شرکت تجاری، لزوماً به معنای رویکرد اخلاقی سرمایه‌گذار نیست. **دوم** آنکه، به کار بردن عبارت «سرمایه‌گذاری اخلاقی»، ممکن است این استنباط نادرست را ایجاد نماید که سایر سرمایه‌گذاری‌ها (یعنی سرمایه‌گذاری‌هایی که در مورد مسوولانه بودن ادعایی ندارند)، غیراخلاقی به شمار می‌آیند (Martini, 2021: 16878).

در کنار گروه نخست از نویسندگان (که مبنای سرمایه‌گذاری مسوولانه را اخلاق می‌دانند)، برخی دیگر بر این باورند، سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی، دارای مبنای اجتماعی نیز می‌باشد؛ بدین معنی که سرمایه‌گذاری مسوولانه، ابزاری برای حل مشکلات اجتماعی و زیست محیطی جهان از طریق گسترش موثر سرمایه است. در واقع، هدف این است که به جای آنکه پول ذینفعان در فعالیت‌های مخرب سرمایه‌گذاری شود، از آن در انجام فعالیت‌های مفید استفاده شود (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۶-۷) یا حداقل، تا حد امکان آسیب کمتری به سرمایه‌گذار و اجتماع وارد کند (Green, 2022, 2-5).

از نظر این گروه، با توجه به اینکه همه سرمایه‌گذاری‌ها ناظر بر آینده است، باید آینده جهان را به‌عنوان یک کل در نظر گرفت، نه اینکه تنها بر ارزش پولی صندوق در وضعیت فعلی تمرکز شود. اگر در آینده، جهان، مکان دلپذیری برای زندگی نباشد، داشتن سرمایه عظیم در پایان این فرآیند، فایده چندانی نخواهد داشت. بنابراین سرمایه‌گذاری مسوولانه به ساخت دنیای سالم برای همه نسل‌ها از جمله نسل آینده، توجه دارد (Green, 2022: 7-8).

به نظر می‌رسد این رویکرد را بتوان تا حد زیادی همراستا با تعهدات بین نسلی صندوق‌های بازنشستگی دانست که بر اساس آن، شاغلان کنونی از طریق پرداخت حق بیمه به صندوق، هزینه بازنشستگی شاغلان نسل گذشته (مستمری بگیران فعلی) را تقبل می‌نمایند تا خود نیز بتوانند از این امکان در آینده (در زمان بازنشستگی)، بهره‌مند شوند و این زنجیره تعهدات به همین ترتیب تا نسل‌های بعدی ادامه می‌یابد (رستمی، ۱۳۹۷: ۵۵).

بررسی‌های به عمل آمده نشان می‌دهد، در عمل نیز مبنای اجتماعی سرمایه‌گذاری مسوولانه بویژه در دو دهه اخیر به دنبال افزایش چالش‌های ناشی از فرآیند تغییرات آب و هوا، کاهش منابع طبیعی و تنوع زیستی (که افزایش تقاضاهای سازمان‌های دولتی و غیردولتی برای رفتار مسوولانه و هماهنگی بیشتر در سطح جهانی را به دنبال داشته است)، تقویت شده است (Martini, 2021: 16875)؛ به‌طوری که آثار آن را در سرمایه‌گذاری‌های برخی صندوق‌های بازنشستگی می‌توان مشاهده نمود؛ به‌عنوان مثال، مدیران صندوق بازنشستگی هلند (ABP) معتقدند که در بلندمدت، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به مسوولیت اجتماعی شرکت‌ها و توسعه پایدار در فعالیت‌های تجاری خود توجه می‌کنند، بیشترین منفعت را برای سهامداران، جامعه و نیز برای ذینفعان صندوق ایجاد خواهند نمود. از نظر آنان، مدیریت مسوولانه و بلندمدت صندوق بازنشستگی در کنار یک هدف مالی روشن، تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاری هم برای نسل فعلی و هم نسل‌های آینده سودمند باشد (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016).

اگرچه طرفداران مبنای اجتماعی سرمایه‌گذاری مسوولانه عمدتاً سعی نموده‌اند، سرمایه‌گذاری مسوولانه را بر اساس نفع کل جامعه (شامل نسل فعلی و آینده)، توجیه نمایند، با این حال، برخی از طرفداران این دیدگاه، مبنای اجتماعی را محدود به موارد فوق نمی‌دانند؛ بلکه از نظر آنان، برخی از صندوق‌های بازنشستگی با سرمایه‌گذاری مسوولانه به دنبال کسب شهرت و اعتبار هستند که این خود یک

مساله اجتماعی است. در واقع این صندوق‌ها همانند سایر سرمایه‌گذاران با نشان دادن نگرانی خود برای محیط زیست و حقوق بشر به دنبال کسب شهرت اجتماعی هستند (Della Croce, 2011: 12) تا از این طریق با جلب اعتماد اجتماعی، اعضا (یا بیمه پردازان) بیشتری را به سمت خود سوق دهند.

در نهایت، گروه سوم از نویسندگان، مهمترین دلیل و مبنای سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی را مبانی اقتصادی دانسته‌اند. مهمترین مواردی که از سوی آنان به‌عنوان مبانی توجیه‌کننده سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی بیان شده، بدین شرح است: نخست آنکه، سرمایه‌گذاری مسوولانه، موجب افزایش بازده سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک آن می‌شود. از نظر این گروه، سرمایه‌گذاری مسوولانه، رویکردی به سرمایه‌گذاری است که هدف آن گنجاندن عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی در تصمیمات سرمایه‌گذاری با هدف مدیریت بهتر ریسک و ایجاد بازدهی پایدار و بلندمدت است. به زعم آنان، سرمایه‌گذاری مسوولانه، ابزاری برای افزایش بازدهی با تزریق بینش‌های جدید و آینده‌نگرانه در روند سرمایه‌گذاری است. همراستا با این نظر، برخی مدیران شرکت‌های بزرگ جهان نیز بر این باورند سرمایه‌گذاری مسوولانه، نقش بسزایی در سودآوری شرکت‌های آنان داشته است؛ از آن جهت که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند پول خود را در شرکت‌های مسوول، سرمایه‌گذاری کنند (حسینی مقدم، ۱۳۹۶: ۵-۷). همچنین در خصوص کاهش ریسک، این گروه بر این باورند: سهام شرکت‌هایی که در درجه بالایی از رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه قرار دارند با نوسانات کمتری همراه است و به‌طور بالقوه کمتر مستعد شوک‌های سیستماتیک اقتصادی می‌باشد. در مقابل، شرکت‌هایی که از الگوهای رفتاری مطلوب در زمینه مراقبت از محیط‌زیست، روابط کار و حاکمیت شرکتی پیروی نمی‌کنند، خود را در معرض خطرات حقوقی، اجتماعی و مالی قرار می‌دهند که می‌تواند توانایی آن‌ها را برای ایجاد ارزش بلندمدت در دارایی‌هایشان به خطر بیندازد (Marcilio R., 2015: 13). بررسی‌های به‌عمل آمده نشان می‌دهد: شرکت‌هایی که از نظر رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه در رتبه پایینی قرار دارند، سه برابر بیشتر از شرکت‌های دارای بالاترین رتبه از این جهت، کاهش قیمت سهام را تجربه می‌کنند. این مساله در سال‌های گذشته در زمان بروز بحران ناشی از کرونا به اثبات رسیده است (Geczy, 2021: 7-9). این دیدگاه امروزه از سوی برخی صندوق‌های بازنشستگی نیز پذیرفته شده است؛ به‌عنوان مثال، در سند ماموریت صندوق بازنشستگی هلند (ABP)، بیان شده است که هدف صندوق، دستیابی به یک بازدهی بهینه برای مشتریان خود با حفظ مسوولیت ریسک است. در راستای این وظیفه، صندوق توجه ویژه‌ای به سرمایه‌گذاری مسوولانه دارد؛ زیرا معتقد است این نوع سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ریسک شده و فرصت‌هایی را فراهم می‌کند تا با سرمایه‌گذاری در حوزه‌هایی که به راه حل‌های اجتماعی و زیست محیطی کمک می‌کند، بازدهی خوبی به دست آید (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۲۱).

دوم آنکه، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به دلیل بهره‌مندی از کمک‌های مالی دولتی یا معافیت‌های قانونی تمایل به سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند؛ زیرا امروزه در برخی کشورها بسیاری از نهادهای مالی که در راستای سرمایه‌گذاری مسوولانه، مسایل زیست محیطی، مانند استفاده از انرژی کم کربن را رعایت می‌کنند از یارانه‌های دولتی بهره‌مند می‌شوند و یا مشمول معافیت مالیاتی می‌گردند (Green, 2022: 2-5). با توجه به اینکه این امتیازها و معافیت‌ها مزیت مالی برای صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه به دنبال دارد، یکی از مهمترین دلایل اقتصادی است که آنها را به سمت سرمایه‌گذاری مسوولانه سوق داده است (Green, 2022: 7-8).

۳- رویکرد صندوق‌های بازنشستگی به سرمایه‌گذاری مسوولانه

اگرچه اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی در اسناد بین‌المللی متعدد، مورد تاکید قرار گرفته و بسیاری از نویسندگان نیز آن را دارای منافع متعددی دانسته‌اند، با این حال، صندوق‌های بازنشستگی در رعایت این اصل، رویکرد مشابهی ندارند. در یک تقسیم‌بندی کلی صندوق‌های بازنشستگی را از نظر میزان توجه به اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه می‌توان به سه گروه به شرح زیر تقسیم نمود.

گروه نخست از صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های فعال در کشورهایی هستند که برخی جلوه‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه در نظام حقوقی آنها در قوانین به رسمیت شناخته شده است. در این کشورها عمدتاً قواعد راهنمای کافی و مناسب برای سرمایه‌گذاری مسوولانه وجود ندارد و تنها قواعد راهنمای محدودی در مورد آنچه باید در یک سیاست سرمایه‌گذاری مسوولانه انجام شود، موجود است (Hampole, 2019: 3-4). بر همین مبنا فعالان اقتصادی از جمله صندوق‌های بازنشستگی با مفهوم سرمایه‌گذاری مسوولانه، تا حدی آشنا هستند و عمدتاً در راستای رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه نسبت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که تجارت در آنها با آموزه‌های اخلاقی یا مذهبی، مغایرت دارد، رویکرد سلیبی دارند. این رویکرد در میان برخی صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشورهای اروپای شرقی و برخی از کشورهای در حال توسعه، قابل مشاهده است؛ به‌عنوان مثال، رویه عملی صندوق‌های بازنشستگی برخی کشورهای اروپایی غیر عضو اتحادیه اروپا نشان می‌دهد در سرمایه‌گذاری‌های خود (اعم از سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی) در سهام شرکت‌های تولیدکننده الکل، دخانیات، سلاح‌های بیولوژیکی یا شیمیایی، انرژی هسته‌ای و یا نقض‌کننده حقوق بشر به‌طور فاحش، تا حد امکان، اجتناب می‌کنند؛ به‌عنوان مثال در سال‌های گذشته برخی از صندوق‌های بازنشستگی کشور اوکراین به دلیل ممنوعیت‌های تعیین شده در دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در سرمایه‌گذاری‌های خارجی خود نسبت به طرد سهام آن دسته از شرکت‌های وابسته به دولت که در تولید سلاح‌های شیمیایی نقش داشته‌اند، اقدام نموده‌اند (Toteva, 2022, 88-89).

گروه دوم، صندوق‌هایی هستند که نسبت به مسوولانه بودن سرمایه‌گذاری، نگاه سخت‌گیرانه‌تری دارند؛ این صندوق‌ها عمدتاً متعلق به کشورهایی هستند که قوانین و مقررات مفصل و جامعی در خصوص سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند؛ به همین جهت، این صندوق‌های بازنشستگی صرفاً به عدم سرمایه‌گذاری یا خروج سرمایه خود از شرکت‌هایی که به‌طور آشکارا ناقض ارزش‌های اخلاقی یا حقوق بشری هستند، اکتفا نمی‌کنند؛ بلکه در راستای سرمایه‌گذاری مسوولانه دارای یک نظام ارزیابی دقیق، پیچیده و مستمر هستند. این رویکرد در میان بیشتر صندوق‌های بازنشستگی فعال در قلمرو ایالات متحده آمریکا، کشورهای عضو اتحادیه اروپا و انگلستان، قابل مشاهده است. در نظام حقوقی آمریکا سرمایه‌گذاری مسوولانه بصراحت در اساسنامه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی، مورد اشاره واقع شده و این صندوق‌ها توجه روزافزون به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند؛ به‌طوری که بر اساس گزارش وال استریت ژورنال، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی این کشور در دهه‌های اخیر به‌طور قابل توجهی علاقه خود را از سرمایه‌گذاری صرف در سهام در حال رشد، به سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی تغییر داده‌اند. این صندوق‌ها عمدتاً پس از بررسی و ارزیابی دارایی‌ها و فعالیت‌های تجاری، مبادرت به سرمایه‌گذاری (داخلی یا خارجی) می‌کنند. علاوه بر این موارد که معیار سرمایه‌گذاری عمدتاً موضوعی است، معیار مکانی نیز برای برخی از صندوق‌های بازنشستگی آمریکا اهمیت دارد؛ به‌طوری که از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که در یک کشور خاص (به‌عنوان مثال کشورهای دارای رژیم‌های تروریستی یا سرکوبگر)، مستقر بوده و یا با آن کشور تجارت می‌کنند، بویژه به دلایل حقوق بشری، امتناع می‌نمایند (Geczy, 2021: 2-3).

چنین رویکرد سخت‌گیرانه‌ای در میان صندوق‌های بازنشستگی کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز قابل مشاهده است. در این خصوص، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ را به‌عنوان نمونه می‌توان ذکر نمود. در نروژ دستورالعمل اخلاقی مسوولیت سرمایه‌گذاری (مصوب ۲۰۰۴) معیارهای مبنای حذف یا تحت نظر قرار دادن شرکت‌ها (به‌عنوان گزینه‌های سرمایه‌گذاری) را بیان می‌کند. از جمله این معیارها تجارت در محصولات است که از نظر اخلاقی قابل قبول نیستند؛ مانند تنباکو، حشیش، انواع خاصی از سلاح‌ها و زغال سنگ و یا رفتارهایی که نقض فاحش اخلاق به شمار می‌آیند؛ مانند نقض حقوق بشر، فروش سلاح‌های مورد استفاده برای نقض قوانین بین‌المللی بشردوستانه، فساد و سایر جرایم مالی، آسیب‌های زیست محیطی و انتشار گازهای گلخانه‌ای (Ministry of Finance, 2022: 1-3). در راستای اجرای این دستورالعمل، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ به منظور رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه در سرمایه‌گذاری‌های خود به ارزیابی دقیق و جامع شرکت‌های تجاری از حیث رعایت عوامل محیط زیستی و حقوق بشری می‌پردازد؛

به‌عنوان مثال به دنبال کودتای نظامی میانمار در فوریه ۲۰۲۱ شورای این صندوق، زمان و منابعی را برای ارزیابی شرکت‌هایی که با نیروهای مسلح این کشور (در قالب سرمایه‌گذاری مشترک یا به اصطلاح قراردادهای «ساخت عملیات و انتقال») همکاری تجاری داشته‌اند، اختصاص داده است. همچنین، این صندوق که قسمت زیادی از دارایی‌های آن به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی، اختصاص یافته و سهامدار برخی از شرکت‌های بزرگ آسیایی است، در دهه‌های اخیر، سرمایه خود را از شرکت‌های نقض کننده حقوق محیط زیست (مانند شرکت‌هایی که با سوخت فسیلی زغالسنگ کار می‌کنند)، تولیدکننده دخانیات و تسلیحات، خارج نموده است (Schücking, 2014: 10-11). علاوه بر این، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ تاکنون بنا به دلایل اجتماعی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که متهم به نقض حقوق کار (مانند کار اجباری)، نقض حقوق مردمان بومی و نقض جدی یا سیستماتیک حقوق بشر بوده‌اند، اجتناب نموده و یا سرمایه خود را از این شرکت‌ها خارج کرده است؛ به‌عنوان مثال در سال ۲۰۲۱ این صندوق، سرمایه خود را از یک شرکت فعال در سودان جنوبی که در مناطق درگیری‌های مسلحانه غیر بین‌المللی با متخاصمان نقض کننده حقوق بشر، مشارکت تجاری داشته است، خارج نموده است و سهام این شرکت به طور کلی از گزینه‌های سرمایه‌گذاری صندوق، کنار گذاشته شده است (Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global, 2022: 21-23).

صندوق بازنشستگی هلند نیز جزو صندوق‌هایی است که رویکرد سخت‌گیرانه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری مسوولانه دارد. این صندوق، هرگز در شرکت‌های خارجی که در تولید سلاح هسته‌ای، مهمات، مین‌های ضد نفر یا سلاح‌های بیولوژیکی و شیمیایی مشارکت دارند و یا مظنون به نقض قواعد حقوق بشری هستند، سرمایه‌گذاری خارجی نمی‌کند. صندوق بازنشستگی هلند همچنین از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی کشورهایی که مشمول تحریم تسلیحاتی سازمان ملل متحد می‌شوند، تاکنون اجتناب نموده است (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016).

در انگلستان نیز نظام ارزیابی دقیقی برای بررسی مسوولانه بودن سرمایه‌گذاری وجود دارد. در این کشور در راستای اجرای اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فعالیت منفی نظیر تولید اسلحه، مواد مخدر یا نقض قواعد برابری اجتماعی را حذف و شرکت‌های با فعالیت مثبت مانند حفاظت از محیط زیست و حمایت از حقوق بشر را جهت سرمایه‌گذاری رتبه بندی می‌نمایند (London Stock Exchange, 2022). در زمینه رعایت سرمایه‌گذاری مسوولانه در میان صندوق‌های بازنشستگی انگلستان به‌طور مصداقی می‌توان از صندوق بازنشستگی اون^۱ نام برد. این صندوق در راستای سرمایه‌گذاری مسوولانه، همواره به مساله تغییرات اقلیمی توجه دارد؛ به طوری که حداقل ۳۰ درصد از کل دارایی‌های خود را در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کرده است که پایبند به رعایت کاهش آلودگی‌های آب و هوایی هستند (Avon Pension Fund, 2023: 7).

گروه سوم، صندوق‌هایی هستند که در سرمایه‌گذاری‌های خود توجه چندانی به اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه ندارند. این رویکرد ریشه در عوامل متعددی دارد که برخی از آنها بدین شرح است؛ **نخست** آنکه، برخی از صندوق‌هایی که چنین رویکردی دارند متعلق به نظام تامین اجتماعی کشورهایی هستند که در نظام حقوقی آنها قوانین و مقررات، در مورد سرمایه‌گذاری مسوولانه، قاعده حقوقی خاصی پیش‌بینی نکرده‌اند؛ به همین جهت، صندوق‌ها نه آشنایی چندانی با سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند و نه خود را برای سرمایه‌گذاری مسوولانه با هیچ الزام قانونی مواجه می‌دانند. **دوم** آنکه، برای برخی صندوق‌های بازنشستگی، سودآوری سرمایه‌گذاری، اولویت نخست است و این صندوق‌ها رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه را مساله‌ای دست و پاگیر و مانع از جذب سود حداکثری می‌دانند. البته برخی از این صندوق‌ها، صندوق‌هایی هستند که در بحران مالی شدید بسر می‌برند و در چنین وضعیتی، فقط به خروج از بحران اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری پر بازده می‌اندیشند. **سوم** آنکه، برخی دیگر از صندوق‌های دارای این رویکرد، صندوق‌های فعال در کشورهایی هستند که بازار سرمایه محدود دارند و به همین جهت، گزینه‌های سرمایه‌گذاری در بازار داخلی آنها محدود است؛ با توجه به اینکه

۱ Avon Pension Fund

رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، ممکن است موجب حذف برخی گزینه‌های سرمایه‌گذاری (به دلیل رعایت عوامل زیست محیطی، اجتماعی یا حکمرانی) شود و بدین طریق گزینه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از پیش محدود نماید، برای صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشورهای با بازار سرمایه محدود، محدودیتی مضاعف به شمار می‌آید و به همین دلیل، این صندوق‌ها تمایلی به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه ندارند. نمونه‌های متعددی از این صندوق‌ها را می‌توان در کشورهای خاورمیانه (مانند عراق، سوریه، افغانستان و پاکستان) و بیشتر کشورهای افریقایی (مانند تانزانیا، نامیبیا و اوگاندا) مشاهده نمود (Ford, 2022).

با توجه به این رویکردها این سوال مطرح می‌شود رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران به سرمایه‌گذاری مسوولانه کدام یک از موارد فوق است؟

بررسی‌های به عمل آمده نشان می‌دهد در نظام حقوقی ایران در هیچ یک از قوانین و مقررات مرتبط با صندوق‌های بازنشستگی از جمله اساسنامه صندوق‌های بازنشستگی به مساله سرمایه‌گذاری مسوولانه یا همان سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی، اشاره‌ای نشده است. حتی «آیین‌نامه (ضوابط کلی) نحوه مدیریت وجوه، ذخایر و سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی غیردولتی فعال در قلمروهای مختلف نظام تامین اجتماعی و سازمان‌ها، موسسات و صندوق‌های بیمه اجتماعی و بازنشستگی کشور» (مصوب ۱۳۹۸ شورای عالی تامین اجتماعی) که جامع‌ترین و جدیدترین مقررده موجود در زمینه سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و غیردولتی به شمار می‌آید، هیچ اشاره‌ای به سرمایه‌گذاری مسوولانه ندارد.

با توجه به اینکه در قوانین و مقررات مربوط به بورس نیز شرکت‌ها از این منظر طبقه‌بندی نشده‌اند، برای برخی سرمایه‌گذاران که ممکن است تمایل به سرمایه‌گذاری مسوولانه داشته باشند، نقشه راهی برای سرمایه‌گذاری مسوولانه وجود ندارد. اگرچه سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر در راستای سرمایه‌گذاری مسوولانه، پاره‌ای اقدامات (همچون عدم پذیرش شرکت‌های نقض کننده الزامات محیط زیستی و اخراج شرکت‌های تولیدکننده محصولات سرطان‌زا) انجام داده است (حسینی مقدم، ۱۳۹۶: ۵-۷) اما بررسی‌های به عمل آمده نشان می‌دهد، در عمل سرمایه‌گذاران اعم از سرمایه‌گذاران فردی و نهادی (مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها)، به دلایل فوق، هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، عمدتاً به معیارهایی چون بازدهی و ریسک، توجه می‌کنند و به معیارهای زیست محیطی، اجتماعی و حتی معیارهای حاکمیت شرکتی توجه چندانی ندارند. حتی در عمل نیز صندوق‌های بازنشستگی ایران (همانند سایر فعالان اقتصادی)، ادعایی در مورد تمایل به هیچ نوع از سرمایه‌گذاری مسوولانه ندارند.

به همین جهت، وضعیت نظام حقوقی ایران از جهت کم توجهی به سرمایه‌گذاری مسوولانه، قابل انتقاد به نظر می‌رسد و این مساله، ایجاد سازکارهای این نوع سرمایه‌گذاری را در اصلاحات آتی قوانین و مقررات بویژه آیین‌نامه ضوابط سرمایه‌گذاری (مصوب ۱۳۹۸) و اساسنامه صندوق‌های بازنشستگی ضروری می‌نماید.

۴. چالش‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی

با وجود آنکه سرمایه‌گذاری مسوولانه، منافع فراوانی به همراه دارد اما تاکنون همواره مورد استقبال همه صندوق‌های بازنشستگی، واقع نشده است. مهمترین دلیل این موضوع را باید چالش‌ها و مشکلات پیش روی سرمایه‌گذاری مسوولانه، شامل: فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسوولانه، دشواری انتخاب پرتفوی و هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری مسوولانه دانست که در این قسمت به تحلیل و بررسی هر یک پرداخته می‌شود.

۴-۱- فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسوولانه

برخی از نویسندگان، یکی از مشکلات اساسی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی را عدم دانش کافی صندوق‌ها در مورد این گونه سرمایه‌گذاری‌ها دانسته‌اند. از نظر آنان اگرچه بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی از عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری مسوولانه مانند خطرات کلان تغییرات آب و هوایی آگاه هستند اما عموماً معتقدند که برای سرمایه‌گذاری مسوولانه، فاقد داده‌های کافی جهت انتخاب یا تغییر پرتفوی خود می‌باشند (Della Croce, 2011: 12).

به نظر می‌رسد این عدم آگاهی به دلایل متعددی باز گردد که برخی از آنها بدین شرح است؛ **نخست** آنکه، شناسایی شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مسوولانه، مستلزم بررسی دقیق دارایی‌های همه شرکت‌های منتخب برای سرمایه‌گذاری است. در واقع باید دیده شود چه مقدار از دارایی یک شرکت (هدف سرمایه‌گذاری) بر مبنای رعایت سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی، اجتماعی یا زیست محیطی، تشکیل شده است. احراز این مساله، مستلزم بررسی جامع است که دشواری‌های خاص خود را دارد؛ از آن جهت که در برخی موارد، شرکت‌ها بدون اعتقاد واقعی به سرمایه‌گذاری مسوولانه، تنها ادعای سرمایه‌گذاری مسوولانه دارند و حتی در این راستا مبادرت به اغراق می‌کنند (Green, 2022: 7-8). به همین جهت، تشخیص شرکت‌هایی که به‌طور واقعی اصل مسوولانه بودن سرمایه‌گذاری را رعایت می‌کنند، دشوار می‌گردد. این دشواری‌ها زمانی که هدف سرمایه‌گذاری، سهام شرکت‌های تجاری فعال در قلمرو کشورهای دیگر باشد، بیشتر می‌گردد؛ زیرا جمع‌آوری داده‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری مسوولانه شرکتی که در قلمرو کشور دیگر فعال است، دشوارتر است (Geczy, 2021: 7-9).

دوم آنکه، عدم آگاهی تا حد زیادی به عدم افشای اطلاعات از سوی برخی شرکت‌ها باز می‌گردد؛ زیرا همه شرکت‌های تجاری به‌طور داوطلبانه اطلاعات مربوط به عملکرد رعایت معیارهای محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی خود را منتشر نمی‌کنند؛ از آن جهت که افشای نقض اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه ممکن است موجب کاهش ارزش سهام آنها و خروج برخی از سرمایه‌گذاران شود (Geczy, 2021: 7-9). این مساله برای صندوق‌های بازنشستگی که تمایل به سرمایه‌گذاری خارجی مسوولانه دارند، یک چالش جدی‌تر محسوب می‌شود.

چالش عدم افشای اطلاعات، موجب شده است اتحادیه اروپا در یک برنامه چند ساله برای افزایش افشای اطلاعات محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی توسط شرکت‌ها تلاش نماید. در قلمرو این سازمان، افزایش افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها، به دولت‌ها، سازمان‌های مستقل (مانند صندوق‌های بازنشستگی) و سهامداران این امکان را داده است که شرایط شرکت‌ها را بر اساس ملاحظات محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی درک کنند (Hammond, 2021: 4).

۴-۲- دشواری انتخاب پرتفوی

انتخاب پرتفوی برای یک صندوق بازنشستگی رعایت‌کننده معیارهای محیطی زیستی، اجتماعی و حکمرانی، به‌طور کلی فرآیند پیچیده‌تری نسبت به انتخاب پرتفوی برای یک صندوق معمولی دارد؛ نخستین علت این موضوع آن است که هیچ رویکرد یکسانی در مورد سرمایه‌گذاری مسوولانه وجود ندارد (Hampole, 2019: 3-4) و تاکنون توافق جهانی در مورد چگونگی تعریف عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی صورت نگرفته است. در حالی که انواع استانداردها و معیارهای سرمایه‌گذاری مسوولانه در طول چندین دهه گذشته توسعه یافته‌اند، آنها همیشه در مورد اینکه چه عواملی باید در نظر گرفته شوند، چگونه آن عوامل را به‌طور دقیق تعریف کنند و چه ارزش و بهایی باید به هر عامل داده شود، توافق ندارند (Hammond, 2021: 4). به همین جهت، سیاست سرمایه‌گذاری مسوولانه متناسب با مشخصات سرمایه‌گذاری و باورهای صندوق است که در بسیاری موارد از یک صندوق به دیگر، متفاوت است (Hampole, 2019: 3-4).

در مواردی که موضوع سرمایه‌گذاری مسوولانه، سهام شرکت‌های تجاری است، این چالش، بیشتر نمود می‌یابد؛ از آن جهت که رتبه‌بندی‌های عوامل محیطی زیستی، اجتماعی و حکمرانی به‌طور گسترده، متفاوت است؛ به طوری که یک شرکت ممکن است بر اساس برخی معیارها (حسب مورد معیار محیط زیستی، اجتماعی یا حکمرانی) رتبه بالایی دریافت کند اما در برخی معیارهای دیگر به دلیل امتیاز کمتر در مرتبه پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها باشد (Geczy, 2021: 7-9).

این مساله، موجب می‌شود برآوردهای متفاوتی از سوی مخاطبان (سهامداران فعلی و بالقوه)، ایجاد شود؛ به طوری که برخی یک مورد خاص را در حد اعلا رعایت سرمایه‌گذاری مسوولانه بدانند و برخی دیگر، چنین دیدگاهی نداشته باشند. بر همین اساس ممکن است شرکت‌هایی که داخل در ده درصد برتر برای یک رتبه‌دهنده هستند، در پایین‌ترین جایگاه از نظر رتبه‌دهنده دیگر باشند؛ به‌عنوان مثال

صندوق بازنشستگی *ATP* (بزرگترین صندوق بازنشستگی دانمارک) در زمینه سرمایه‌گذاری مسوولانه با در نظر گرفتن عوامل زیست محیطی (سرمایه‌گذاری سبز)، یک صندوق بازنشستگی پیشرو بوده و در رتبه بالایی نسبت به همتایان خود، قرار دارد؛ در حالی که در مورد معیارهای دیگر نسبت به برخی دیگر از صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه در رتبه پایین‌تری قرار دارد (Della Croce, 2011: 7). بر این اساس می‌توان گفت: تفاوت در معیارها و رتبه‌بندی‌ها برای صندوق‌هایی که به دنبال رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه هستند در انتخاب پرتفوی، نوعی پیچیدگی و سردرگمی ایجاد می‌نماید.

دومین دلیل دشواری انتخاب پرتفوی به ضرورت رعایت همزمان سایر اصول سرمایه‌گذاری باز می‌گردد؛ در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، امنیت و سودآوری، مهمترین اصولی هستند که باید همواره مورد توجه قرار گیرند؛ به همین جهت، صندوق‌هایی که می‌خواهند اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه را رعایت کنند باید هم عوامل محیطی زیستی، اجتماعی و حکمرانی و هم ریسک یا بازده سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند. بر همین اساس باید اطمینان حاصل شود که در نظر گرفتن عوامل محیطی زیستی، اجتماعی و حکمرانی، موجب افزایش ریسک نخواهد شد؛ زیرا سرمایه‌گذاری مسوولانه، انتخاب سرمایه‌گذار را برای سرمایه‌گذاری محدود می‌کند، که ممکن است به تنوع کمتر در پورتفوی منجر شود و تنوع کمتر می‌تواند به معنای ریسک بالاتر باشد (Green, 2022: 7-8). این موضوع در کشورهایی که بازار سرمایه محدود دارند، موجب محدودتر شدن گزینه‌های سرمایه‌گذاری و بالاتر رفتن ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این، رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، ممکن است موجب تعارض با بازدهی یا اهداف سودآوری سرمایه‌گذاری شود. عمدتاً هدف سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، دستیابی به بالاترین بازده ممکن، با توجه به سطح قابل قبول ریسک است؛ به همین جهت در محدوده این هدف، وجوه باید به‌طور مسوولانه مدیریت شوند (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016). نادیده گرفتن این موضوع، از نظر برخی نویسندگان، مغایر با وظیفه امانت‌داری صندوق‌های بازنشستگی به شمار می‌آید (Geczy, 2021: 2-3).

حتی به زعم برخی نویسندگان موافق با این دیدگاه، سرمایه‌گذاری مسوولانه، اصل مستقلی نیست؛ بلکه در فرآیند تصمیمات متخذه حوزه سرمایه‌گذاری باید در ذیل اهداف اساسی امنیت و سودآوری قرار گیرد. در جایی که چنین سرمایه‌گذاری‌هایی از طرف دولت یا هیات مدیره طرح تامین اجتماعی، مفید تلقی می‌شود در حالی که بازده احتمالی حاصله، کمتر از متوسط بازده عادی بازار باشد، سرمایه‌گذاری مذکور باید به گونه‌ای ساماندهی شود که برای اجتناب از تداخل با مسوولیت‌ها و تعهدات طرح تامین اجتماعی در مورد وجوه امانی در تعارض قرار نگیرد (جلیلی، ۱۳۸۸: ۲۴).

بر اساس این دیدگاه، اصل مسوولانه بودن باید در راستا و با در نظر گرفتن اصل امنیت و سودآوری، در نظر گرفته شود. در واقع این دیدگاه که قایل به یک سلسله مراتب بین اصول است دلالت بر آن دارد اگر اصل مسوولانه بودن، بدون توجه به اصل امنیت و سودآوری اعمال شود، در برخی موارد، ممکن است صندوق سرمایه‌گذاری دارای سود قابل توجه را از دست بدهد و در برخی موارد دیگر ممکن است امنیت سرمایه‌گذاری به خطر بیافتد.

بر مبنای همین دیدگاه، در عمل نیز بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ابتدا شرکت‌هایی را هدف قرار می‌دهند که سودآور هستند و تنها پس از آن اعتبار رعایت سرمایه‌گذاری مسوولانه آنها را در نظر می‌گیرند، نه آنکه بدون توجه به سودآوری، به طور یک بعدی تنها به رعایت عوامل زیست محیطی، اجتماعی و حکمرانی، توجه نمایند. مدیران بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی بر این باورند: توجه صرف یک بعدی به سرمایه‌گذاری مسوولانه ممکن است، موجب شود یک صندوق متعهد به سرمایه‌گذاری مسوولانه، همیشه نتواند حداکثر سود را دنبال کند و حتی در کوتاه مدت ممکن است سهام آن از شرکت‌های بی توجه به سرمایه‌گذاری مسوولانه، عقب بماند (Green, 2022: 7-8)؛ این موضوع، یافتن توازن مناسب میان وظیفه امانت‌داری و رعایت عوامل زیست محیطی، اجتماعی و حکمرانی را برای مدیران صندوق، با چالش همراه و انتخاب پرتفوی مناسب که به طور همزمان هر دو اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه و سودآوری را تامین نماید دشوار می‌نماید (Geczy, 2021: 6-7).

۴-۳- هزینه‌بر بودن

از نظر برخی نویسندگان، رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه، ممکن است موجب افزایش هزینه‌های صندوق شود و از جهات متعدد، بار مالی مضاعفی را بر آن تحمیل نماید (Adler, 2009: 74-75). نخستین مورد از مواردی که یک سرمایه‌گذاری مسوولانه را هزینه‌بر می‌نماید، مسایل مدیریتی است؛ از آن جهت که سرمایه‌گذاری مسوولانه، مستلزم جستجوی دقیق و جامع در مورد گزینه‌های متعدد سرمایه‌گذاری به منظور دستیابی به اطلاعات موثق است؛ بویژه در مواردی که سرمایه‌گذاری مسوولانه، مستلزم جستجوی دقیق و جامع در مورد گزینه‌های سرمایه‌گذاری یک صندوق باشد. در همین راستا مدیران صندوق‌ها باید زمان و هزینه بیشتری را برای تحقیق در مورد شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، صرف کنند. این اقدامات (نسبت به سرمایه‌گذاری‌های معمولی) عمدتاً به هزینه‌های مدیریتی بیشتری نیاز دارند (Green, 2022: 7-8). علاوه بر این، اجرای اصل سرمایه‌گذاری مسوولانه که باید در کنار عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی به اصول دیگری چون امنیت و سودآوری نیز توجه نماید، نیازمند بکارگیری مدیران بسیار ماهر در زمینه سرمایه‌گذاری‌ها است؛ به طوری که قادر به راهبری همه اصول سرمایه‌گذاری باشند؛ تجربه نشان داده است، استفاده از چنین مدیرانی، عمدتاً مستلزم صرف هزینه‌های بیشتر نسبت به جذب سایر مدیران است (Adler, 2009: 74-75).

دومین مورد قابل ذکر، آن است که توجه به سرمایه‌گذاری مسوولانه، ممکن است در برخی موارد، تعهداتی را ایجاد کند که صندوق بازنشستگی، از نظر مالی، آمادگی اجرای آن را نداشته باشد (Hampole, 2019: 3-4) و یا هزینه پیش‌بینی نشده‌ای را به صندوق، تحمیل نماید؛ به عنوان مثال، زمانی که صندوق با نقض فاحش حقوق بشر از سوی شرکت خارجی که در سهام آن سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی کرده است، مواجه می‌شود و تصمیم می‌گیرد، سرمایه خود را از آن، خارج کند، در راستای رعایت بازدهی سرمایه‌گذاری به‌طور معمول باید به انتخاب گزینه سرمایه‌گذاری مناسبتر از آن و یا حداقل همانند آن مبادرت نماید؛ این در حالی است که ممکن است صندوق در آن بازه زمانی نتواند چنین گزینه‌ای را بیابد؛ در واقع، در صورت یافت نشدن گزینه سرمایه‌گذاری جایگزین مناسب، از این حیث، صندوق ممکن است، متضرر شود. این ضرر در مواردی که بازار سرمایه محدود است و نظام اقتصادی در وضعیت افزایش تورم بسر می‌برد، با توجه به کاهش تدریجی ارزش نقدینگی، مشهودتر است.

در حال حاضر، هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری مسوولانه برای آن دسته از صندوق‌های بازنشستگی که در بحران مالی به سر می‌برند، یک چالش اساسی به شمار می‌آید؛ به طوری که می‌توان گفت: یکی از دلایل اجتناب این صندوق‌ها از گرایش به سمت سرمایه‌گذاری مسوولانه است.

با توجه به تاثیری که سرمایه‌گذاری مسوولانه بر هزینه‌های صندوق بازنشستگی دارد، امروزه در بسیاری از کشورها صندوق‌ها ملزم به کنترل هزینه‌های سرمایه‌گذاری بوده و نمی‌توانند در سرمایه‌گذاری مسوولانه راه افراط در پیش گیرند؛ یعنی آنها عموماً نمی‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری را صرفاً بر اساس یک وضع اخلاقی، بدون توجه به ملاحظات مالی، اتخاذ نمایند. در صورتی که آنها بخواهند چنین کاری کنند باید تضمین نمایند که شیوه خواسته شده توسط آنها موجب نقض وظیفه امانتداری آنها در ارتباط با ذینفعان نمی‌باشد (UK National Association of Pension Funds, 2013: 4).

با توجه به چالش‌های بیان شده، این سوال مطرح می‌شود، صندوق‌های بازنشستگی ایران در صورتی که در آینده، قصد سرمایه‌گذاری مسوولانه داشته باشند با کدام یک از چالش‌های فوق مواجه خواهند بود؟

در پاسخ باید گفت: صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران در درجه نخست، فاقد دانش و اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری مسوولانه می‌باشند؛ به دلیل آنکه از یک سو، به جهت عدم توجه مقنن ایرانی به سرمایه‌گذاری مسوولانه، ادبیات حقوقی این موضوع برای مدیران صندوق‌های بازنشستگی ایران، ناآشناست و در تجویز یا عدم تجویز این نوع سرمایه‌گذاری، از سوی برخی از آنان، تردید وجود دارد. از دیگر سو، یکی از عوامل پایه‌ای برای امکان سرمایه‌گذاری مسوولانه، آگاهی کامل صندوق‌ها از سبد دارایی شرکت‌های تجاری (به‌عنوان مهمترین گزینه سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در ایران) است؛ حال آنکه در ایران بسیاری از شرکت‌های تجاری، اصل شفافیت اطلاعات را

رعایت ننموده و عملکرد مالی، نوع و میزان دارایی آنها به‌طور دقیق مشخص نمی‌باشد. در خصوص چالش دیگر، یعنی دشواری انتخاب پرتفوی باید گفت: در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ایران در سرمایه‌گذاری‌های خود با مشکل محدودیت بازار سرمایه مواجه هستند؛ به‌طوری که به دلیل محدود بودن گزینه‌های سرمایه‌گذاری و فراهم نبودن بسترهای سرمایه‌گذاری بین‌المللی، انتخاب پرتفوی مناسب که بازدهی کافی را به همراه داشته باشد، برای آنها یک چالش به شمار می‌آید (رستمی و حبیب‌نژاد، ۱۳۹۶: ۱۰۶-۱۰۸)؛ بدون تردید، سرمایه‌گذاری مسوولانه که موجب اجتناب از سرمایه‌گذاری در برخی گزینه‌های سرمایه‌گذاری و یا خارج نمودن سرمایه از برخی دارایی‌ها (مانند سهام برخی شرکت‌ها) خواهد شد، سبب محدودیت و دشواری بیشتر در انتخاب پرتفوی خواهد شد. در نهایت در خصوص چالش هزینه‌بر بودن می‌توان گفت: بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ایران از نظر استانداردهای سازمان بین‌المللی کار، ورشکسته بوده و یا در آستانه ورشکستگی قرار دارند؛ به همین جهت، هر اقدامی که موجب افزایش هزینه‌های آنها گردد بر وضعیت بحرانی آنها خواهد افزود؛ بنابراین در صورتی که سرمایه‌گذاری مسوولانه با حمایت‌ها و مشوق‌های دولتی (مانند معافیت‌های مالی) همراه نباشد تا افزایش هزینه‌های ناشی از سرمایه‌گذاری مسوولانه را جبران کند، بحران مالی صندوق‌ها را عمیق‌تر خواهد نمود. شاید بتوان گفت مورد اخیر مهمترین چالش و دلیل عدم تمایل صندوق‌های بازنشستگی ایران به سرمایه‌گذاری مسوولانه باشد؛ زیرا صندوق‌های فعال در ایران با توجه به وضعیت بحرانی که دارند از ترس ابتلای به وضعیت بحرانی‌تر، عمدتاً حاضر نیستند برای منافع ناشی از سرمایه‌گذاری مسوولانه که آن را محتمل و نه حتمی می‌دانند، متقبل هزینه‌های قطعی شوند.

۵. نتیجه

سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی که یکی از مهمترین سازکارهای تامین منابع مالی آنها به شمار می‌آید از اصول متعددی پیروی می‌کند. یکی از این اصول که در نظام حقوق بین‌الملل و قوانین بسیاری از کشورها مورد توجه قرار گرفته است، اصل مسوولانه بودن سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری مسوولانه به معنای انتخاب سبد سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی است در نظام حقوقی ایران در قوانین و مقررات مورد توجه قرار نگرفته است؛ به همین جهت رویکرد نظام حقوقی ایران در این زمینه مبهم است. این ابهام که از یک سو، بر میزان آگاهی و آشنایی مدیران صندوق‌های بازنشستگی ایران بر این نوع سرمایه‌گذاری تأثیرگذار بوده است و از دیگر سو، بر رویه و رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران در مورد پذیرش یا عدم پذیرش سرمایه‌گذاری مسوولانه، تأثیر نهاده است، قابل انتقاد به نظر می‌رسد. با توجه به سکوت نظام حقوقی ایران در زمینه سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی، توجه به موضوع در اصلاحات آتی قوانین و مقررات ضروری به نظر می‌رسد. در این راستا پیشنهاد می‌شود نهادهایی که صلاحیت وضع مقرر در ارتباط با صندوق‌های بازنشستگی را دارند (مانند هیات دولت و شورای عالی رفاه و تامین اجتماعی)، با بهره‌گیری از اسناد برخی سازمان‌های بین‌المللی همچون اتحادیه بین‌المللی تامین اجتماعی و تجارب کشورهای پیش‌رو در زمینه سرمایه‌گذاری مسوولانه (مانند ایالات متحده آمریکا و کشورهای عضو اتحادیه اروپا) نسبت به وضع دستورالعملی جامع در این زمینه با عنوان «قواعد راهنمای سرمایه‌گذاری مسوولانه» اقدام نمایند. در این دستورالعمل پیشنهادی علاوه بر تبیین مفهوم، مبانی و اهداف سرمایه‌گذاری مسوولانه، لازم است مصادیق سرمایه‌گذاری مسوولانه (معیارهای محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی مطلوب) به‌طور کامل تبیین شود و سازکارهای حمایت دولت از این نوع سرمایه‌گذاری، تعیین گردد.

منابع

۱- فارسی

- کتابها

- ابراهیمی، نسرين (۱۴۰۰). سرمایه‌گذاری مسوولانه در صندوق‌های بازنشستگی، تهران، موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا، چاپ نخست.
- جلیلی، طیبه (۱۳۸۸). سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی؛ الزامات-تجارب جهانی، تهران، سازمان بازنشستگی کشوری.
- رستمی، مرتضی (۱۳۹۷). الگوی حقوقی شایسته صندوق‌های بازنشستگی در نظام تامین اجتماعی ایران، تهران، میزان، چاپ نخست.

– مقاله‌ها

- حسینی مقدم، روح‌اله (۱۳۹۶). «رویکرد بورس اوراق بهادار تهران در ارتقای جایگاه سرمایه‌گذاری مسوولانه»، مجله بورس، شماره ۱۴۶.
- رستمی، مرتضی و حبیب‌نژاد، سید احمد (۱۳۹۶). «بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری»، مجله حقوق خصوصی، دوره چهاردهم، شماره ۱.

۲- انگلیسی

- Books

- Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global; Annual Report 2021; Human rights, war and conflict, 2022
- Della Croce, Raffaele & Others (2011). *The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives*, OECD Publishing, Paris.
- Marcilio R., Flavio (2015). *Socially Responsible Investments of Pension Funds in Brazil*, International Labour Organization, First published.
- Schücking, H., *Dirty & Dangerous* (2014). *The Norwegian Government Pension Fund's Coal Investments*, Published by urgewald, Framtiden i våre hender and Greenpeace Norway.

- Articles

- Adler, Timothy & Kritzman, Mark (2009). *The Cost of Socially Responsible Investing*, *Journal of Portfolio Management*, vol. 35, no. 1.
- Geczy, Christopher & Others (2021). "How Far Could Pension Funds Drive Sustainable Investing?", *Knowledge at Wharton Journal*, University of Pennsylvania.
- Green, Nick (2022). *Ethical and ESG fund investing: your complete guide*. Available at: <https://www.unbiased.co.uk/discover/personal-finance/savings-investing/ethical-investing>

- Documents

- Avon Pension Fund (2022). *Annual Responsible Investment Report; 2021-2022*.
- Derbyshire pension Fund (2020). *Responsible Investment Framework, Approved 4 November*.
- Hammond, Brett & O'Brien, Amy (2021). *Pensions and ESG: An Institutional and Historical Perspective*, Prepared for presentation at the Pension Research Council Symposium, April 29-30.
- Ministry of Finance (2022). *Ethical guidelines Responsible Investing*.
- OECD (2007). *Recent Trends and Regulatory Implications of Socially Responsible Investment Investment for Pension Funds*.
- OECD (2007). *The UN Principles for Responsible Investment and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*.
- Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland (ABP), (2016).
- UK National Association of Pension Funds (2013). *Responsible Investment Guide*.
- World Bank (2015). *World Bank Group Pension Plan Signs on to Principles for Responsible Investment*.

- Others

- Ford, Neil (2022). *African pension funds lead the way on environmental, social and governance (ESG) principles*.
- Hampole, Nandini & Korngold, David (2019). *ESG in Private Equity: How to Write a Responsible Investment Policy*.
- Hierzig, S. (2015). *Swiss Pension Funds and Responsible Investment*.
- Ingram, D. (2015). *A Guide to Responsible Investment Reporting in Public Equity, Version 1*.
- Martini, Alice (2021). "Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union", *Environment, Development and Sustainability*, no. 23.

- Refrence

-Books

- Ebrahimi, Nasreen (2021). *Responsible investment in pension funds*, Tehran, Saba Retirement Strategies Institute, first edition. (in persian)

-Jalili, Tayyaba (2008). *investment of pension funds; Requirements-global experiences*, Tehran, National Pension Organization. (in persian)

-Rostami, Morteza (2017). *The appropriate legal model of pension funds in Iran's social security system*, Tehran, Mizan, first edition. (in persian)

-Articles

-Hosseini Moghadam, Ruholeh (2016). "Tehran Stock Exchange's approach in promoting the position of responsible investment", *Stock Exchange Magazine*, No. 146. (in persian)

- Rostami, Morteza and Habib-Nejad, Seyed Ahmad (2016). "Investigation of Iranian pension fund investment in the light of investment principles", *Journal of Private Law*, 14th volume, number 1. (in persian)

Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges

Abstract

As the most important actors of social security systems, pension funds follow certain principles in their investments; One of these principles is the principle of responsible investment. Responsible investment means integrating environmental, social and governance factors in the decision-making process for (long-term) investment and managing related activities. The emphasis on responsible investment by international organizations and the tendency of many pension funds in the United States of America, the United Kingdom and the European Union member states to do so indicate the importance of the issue. For this reason, the current article has investigated the responsible investment of pension funds using the descriptive-analytical method and based on library studies. The findings of this article indicate that pension funds in countries have different approaches to responsible investment; So that some of them strictly follow the rules of responsible investment; Some others try to comply with this principle to some extent, and another group of funds do not pay any attention to complying with this principle. The approach of these last two groups of funds is mainly due to the lack of knowledge required for responsible investment, the difficulty of choosing a portfolio and the high cost of this type of investment.

Key words: Responsible investment, foreign investment, pension fund, business company, stocks